

Sergio Gilotta

# **Recesso e governo delle società di capitali**



**Giappichelli**

# **Recesso e governo delle società di capitali**







Sergio Gilotta

# **Recesso e governo delle società di capitali**



**Giappichelli**

© Copyright 2024 – G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO

VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111

<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 979-12-211-0726-5

ISBN/EAN 979-12-211-5725-3 (ebook)

Il volume è stato sottoposto a procedura di valutazione in forma anonima  
(*double-blind peer review*)



G. Giappichelli Editore



Questo libro è stato stampato su  
carta certificata, riciclabile al 100%



Stampa: Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail [autorizzazioni@clearedi.org](mailto:autorizzazioni@clearedi.org) e sito web [www.clearedi.org](http://www.clearedi.org).

# INDICE

*pag.*

## CAPITOLO 1

### INTRODUZIONE, EVOLUZIONE STORICA E QUADRO COMPARATO

1. Considerazioni introduttive	1
2. Origine e sviluppo storico del recesso nelle società di capitali	6
2.1. Il recesso nelle Compagnie delle Indie inglese e olandese	7
2.2. Il recesso riconosciuto in concomitanza con l'abbandono del principio di unanimità per le modifiche del contratto sociale	9
3. Il recesso nell'ordinamento societario italiano	10
4. Il quadro comparato	15
5. Alcune considerazioni ulteriori su nascita, evoluzione e caratteristiche di fondo del moderno recesso "della minoranza"	22
6. Piano dell'analisi e principali risultati	25

## CAPITOLO 2

### RECESSO E GOVERNO DELLE SOCIETÀ DI CAPITALI

#### *Sezione I*

#### LA FUNZIONE DEL RECESSO E LA MECCANICA DI FUNZIONAMENTO

1. Il problema della funzione del recesso nelle società di capitali	31
2. Il recesso: un istituto meno eterogeneo di quanto non appaia	34
3. Il recesso come strumento di liquidità? Critica	38
4. Alcune considerazioni di sintesi	45
5. I criteri alla base della selezione delle cause di recesso: il recesso come strumento di tutela del socio avverso mutamenti radicali dell'operazione cui partecipa e dunque delle condizioni di rischio dell'investimento?	47
6. <i>Segue</i> : alcune considerazioni ulteriori su ruolo del recesso e ragioni alla base della sua affermazione	54

7. La meccanica della tutela: il recesso come opzione di vendita che immunizza il socio dalle conseguenze pregiudizievoli delle operazioni che ne legittimano l'esercizio	56
8. Recesso, risarcimento del danno, alienazione della partecipazione	60
9. Alcune brevi riflessioni sul rapporto fra recesso e abuso della maggioranza	63
10. Motivazioni alla base del recesso e motivazioni alla base del voto	65

### Sezione II

#### RECESSO E AZIONE DELLA MAGGIORANZA

11. Introduzione	68
12. Recesso e operazioni inefficienti	73
13. Recesso e operazioni efficienti	79
14. Il ruolo dei costi di transazione	83
15. <i>Segue</i> : gli effetti di sovra-compensazione legati all'uso di criteri di liquidazione miranti a garantire al socio il <i>fair value</i> della partecipazione	86
16. Alcune considerazioni di sintesi	88
17. Recesso e struttura proprietaria: la dubbia utilità del recesso nelle società a proprietà azionaria dispersa	90
17.1. Ridondanza del rimedio	91
17.2. Problemi di <i>free riding</i>	98
18. Recesso e rimedi concorrenti: il caso delle maggioranze qualificate	101
19. Osservazioni conclusive	106

### CAPITOLO 3

#### LIMITI DEL SISTEMA

1. Introduzione: i profili di inadeguatezza dell'attuale disciplina	109
---	-----

### Sezione I

#### I CRITERI DI DETERMINAZIONE DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE

2. L'importanza dei criteri di liquidazione ai fini del corretto funzionamento del recesso	112
3. Valore di liquidazione ed effetti della delibera sul valore della partecipazione del recedente	114
4. Un problema ulteriore: il criterio della media semestrale si presta a facili operazioni di arbitraggio	119
5. Problemi di sovra-compensazione del socio recedente nelle società non quotate	120

	<i>pag.</i>
6. Problemi di sovra-compensazione nelle società quotate	123
7. Gli ulteriori problemi legati allo scarto temporale tra fissazione del prezzo di rimborso ed esercizio del recesso nelle società quotate	126
8. Alcune riflessioni conclusive: diversa incidenza dei problemi di sovra-compensazione nelle società quotate e non quotate	127

### Sezione II

#### L'ECCESSIVA RIGIDITÀ DELLA DISCIPLINA

9. Introduzione	129
10. Disfunzioni riconnesse all'inderogabilità <i>in peius</i>	132
11. L'inderogabilità <i>in peius</i> come presidio di tutela della minoranza e strumento per garantire l'effettività del rimedio	137
12. L'inderogabilità in senso "additivo", ovvero il divieto, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, di prevedere cause di recesso ulteriori rispetto a quelle legali	143
13. L'inderogabilità in senso additivo come riflesso della agevole possibilità di alienare la partecipazione sul mercato e come presidio di tutela dei creditori? Critica	147
14. <i>Segue</i> : recesso e interesse alla continuità dell'impresa nelle società aperte: anche in questo caso un falso problema	153

## CAPITOLO 4

### I POSSIBILI CORRETTIVI INTERPRETATIVI, STATUTARI E PARASOCIALI E LE PROSPETTIVE DI RIFORMA

1. Introduzione	157
2. Sconti di liquidità e di minoranza a correttivo dei problemi di sovra-compensazione nelle società non quotate?	158
3. Valorizzazione del principio di buona fede come correttivo al problema dell'utilizzo opportunistico del recesso nelle società non quotate?	169
4. Rimodulazione statutaria del criterio legale del prezzo di mercato nelle società quotate a correttivo dei problemi di sotto-compensazione?	170
5. Accordo parasociale di rinuncia preventiva al recesso come soluzione al problema dell'inderogabilità <i>in peius</i> ?	173
6. <i>Segue</i> : rinuncia unilaterale preventiva al recesso?	177
7. Le prospettive di riforma	179

## CAPITOLO 5

## IL RECESSO AD NUTUM

1. Introduzione	185
2. La funzione del recesso <i>ad nutum</i> : tutela della minoranza?	187
3. <i>Segue</i> : il recesso <i>ad nutum</i> come strumento per permettere al socio di liberarsi da un vincolo perpetuo?	189
4. <i>Segue</i> : il recesso <i>ad nutum</i> come strumento di liquidità	195
5. Fattispecie minori funzionalmente analoghe: il recesso riconosciuto in presenza di clausole statutarie che limitano o impediscono la cessione della partecipazione	197
6. I profili di forte disfunzionalità del recesso <i>ad nutum</i>	199
7. Correttivi interpretativi e proposte di riforma	206
8. Osservazioni conclusive	210
<i>Conclusioni</i>	213
<i>Bibliografia</i>	221

## Capitolo 1

# INTRODUZIONE, EVOLUZIONE STORICA E QUADRO COMPARATO

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive. – 2. Origine e sviluppo storico del recesso nelle società di capitali. – 2.1. Il recesso nelle Compagnie delle Indie inglese e olandese. – 2.2. Il recesso riconosciuto in concomitanza con l’abbandono del principio di unanimità per le modifiche del contratto sociale. – 3. Il recesso nell’ordinamento societario italiano. – 4. Il quadro comparato. – 5. Alcune considerazioni ulteriori su nascita, evoluzione e caratteristiche di fondo del moderno recesso “della minoranza”. – 6. Piano dell’analisi e principali risultati.

### 1. Considerazioni introduttive

Il recesso del socio – inteso come il diritto di sciogliere unilateralmente il rapporto sociale e ottenere una somma di denaro a titolo di liquidazione della propria partecipazione – è un istituto fortemente radicato nell’ordinamento societario italiano<sup>1</sup>, così come in quello di molti altri paesi stranieri<sup>2</sup>. Nelle società di capitali, oggetto della presente trattazione, il recesso è un istituto presente già nelle prime Compagnie coloniali inglesi e olandesi<sup>3</sup> e ne accompagnerà l’evoluzione fino alle moderne società di capitali. Per ciò che concerne l’ordinamento italiano (e limitando l’osservazione al periodo post-unitario), il recesso risulta presente già nel codice di commercio del 1865. Da quello passa al codice del 1882 per poi migrare, in forma depotenziata, nel codice unificato del 1942 ed infine confluire, questa volta fortemente rinnovato e rafforzato, nell’attuale diritto societario risultante dalla riforma del 2003<sup>4</sup>.

A dispetto del suo forte radicamento e della sua attuale importanza e “centrali-

---

<sup>1</sup> La notazione è diffusissima e ampiamente condivisa. V. da ult. S. ADDAMO, *Diritto di recesso e modifica dei diritti di voto o di partecipazione*, Giuffrè, Milano, 2022, 1.

<sup>2</sup> Per un confronto comparato v. *infra*, par. 4.

<sup>3</sup> V. *infra*, par. 2.1.

<sup>4</sup> V. *infra*, par. 3.

tà” (quantomeno nell’ordinamento italiano), il recesso rappresenta un istituto profondamente derogatorio dei principi del diritto delle società di capitali. Consentendo al socio di riappropriarsi, anticipatamente e per intero, della parte di ricchezza sociale astrattamente di sua spettanza, esso si pone in conflitto con la regola che attribuisce ai creditori priorità sui beni sociali; correlativamente – e in termini forse ancora più radicali – esso pone una vistosa eccezione al principio di “stabilità” del conferimento (e dunque del capitale investito), secondo il quale al socio, finché dura la società, non è consentito riprendersi *unilateralmente* quanto conferito né, più in generale, riappropriarsi della frazione di patrimonio netto astrattamente di sua spettanza (corrispondente al conferimento inizialmente effettuato e ogni ulteriore incremento netto del patrimonio sociale)<sup>5</sup>; principio che nella letteratura angloamericana è noto come principio di “*liquidation protection*”<sup>6</sup> e che, insieme al correlato principio di priorità dei creditori sociali sui beni della società rispetto ai creditori personali del socio, assolve a una serie di funzioni fondamentali per lo sviluppo dell’impresa, come quella di favorire gli investimenti di lungo termine e di natura *firm-specific* da parte di investitori non finanziari (manager, lavoratori, fornitori)<sup>7</sup>, rendere il patrimonio sociale (e quindi la conduzione dell’impresa) insensibile alle vicende personali del socio, con il fine e l’effetto di diminuire drasticamente i *monitoring costs* sopportati dai creditori sociali<sup>8</sup> e quindi il costo del credito per la società, proteggere il valore di *going concern* dell’impresa, ossia il valore che questa possiede quale organismo produttivo operante sul mercato, rispetto a eventi, come la liquidazione anticipata totale o parziale degli *asset* aziendali, che possano comprometterlo<sup>9</sup>.

---

<sup>5</sup> Nell’ordinamento italiano, il principio si traduce nella regola secondo cui le distribuzioni di risorse sociali ai soci richiedono un’espressa deliberazione della maggioranza e, per il caso in cui la distribuzione coinvolga risorse imputate a capitale, una speciale maggioranza rafforzata (quella prevista per le assemblee straordinarie) e la mancata opposizione dei creditori (ovvero il rigetto di questa da parte del giudice chiamato, a seguito dell’opposizione, a pronunciarsi sul carattere pregiudizievole dell’operazione).

<sup>6</sup> V. H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 Yale L.J. 387 (2000), 411 s.; H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, R. SQUIRE, *Law and the Rise of the Firm*, 119 *Harv. L. Rev.* 1335 (2006), 1338.

<sup>7</sup> Questi, infatti, trovano nell’impossibilità per i soci di riprendersi il capitale conferito (e nel correlato principio di autonomia dell’organo di amministrazione rispetto ai soci) un’importante rassicurazione sulla complessiva stabilità dell’impresa, che li induce a propria volta a investire in essa. V. M.M. BLAIR, *Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century*, 51 *Ucla L. Rev.* 387 (2003), 392 ss.

<sup>8</sup> V. H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *The Essential Role*, cit., 399 ss.

<sup>9</sup> H. HANSMANN *et al.*, *Law and the Rise of the Firm*, cit., 1348 ss.; J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, M. PARGENDLER, *What is Corporate Law?*, in KRAAKMAN *et al.* (eds.), *The anatomy of Corporate Law*, III ed., OUP, Oxford, 2017, 6. Il punto verrà ripreso più ampiamente *infra*, cap. 5, par. 6, allorché discuteremo delle disfunzioni proprie del recesso *ad nutum*. Altri vantaggi del

Com'è ben noto, la riforma del 2003 potenzia fortemente l'istituto del recesso. Viene significativamente ampliato il numero di cause al ricorrere delle quali il socio può esercitare tale diritto<sup>10</sup> e vengono previsti nuovi criteri di liquidazione non penalizzanti per il socio recedente. Inoltre, viene introdotta una dettagliata disciplina del procedimento di liquidazione della partecipazione, attenta a conciliare l'interesse del socio recedente ad ottenere il rimborso della quota o delle azioni con quello della società a minimizzare l'impatto del recesso sul patrimonio sociale e quello dei creditori a non vedere pregiudicate le proprie ragioni a cause del rimborso della partecipazione del socio.

Grazie a queste modifiche – ed in special modo alla scelta di riconoscere il recesso in un ampio numero di casi, abbandonando l'“eccezionalità” che connotava in precedenza l'istituto – il recesso riveste oggi un ruolo di assoluto rilievo nella complessiva “economia normativa” delle società di capitali. Il potenziamento dell'istituto si inserisce peraltro nel solco di una delle principali direttrici di politica legislativa della riforma del 2003, ossia la scelta di comprimere il ruolo delle tecniche di tutela del socio aventi valenza reale, tendenti all'invalidazione dell'atto reputato lesivo, al fine di conferire stabilità agli atti societari e quindi maggiore certezza ai rapporti giuridici che ne derivano, potenziando corrispondentemente i rimedi di tipo obbligatorio, basati su tecniche di tutela di tipo indennitario che compensano il socio del pregiudizio subito senza incidere sulla validità dell'atto che lo ha cagionato<sup>11</sup>.

---

principio di *liquidation protection* sono riconnessi al fatto che grazie a tale principio i soci non devono preoccuparsi del comportamento “extra-societario” degli altri soci. Questo favorisce l'ingresso di nuovi investitori (e quindi la capitalizzazione dell'impresa e la diversificazione degli investimenti) e agevola la libera trasferibilità delle azioni. V. ancora HANSMANN *et al.*, *Law and the Rise of the Firm*, cit., 1350. Il principio di *liquidation protection* ha tuttavia anche dei risvolti negativi. Nelle società a ristretta base partecipativa, dove sono spesso presenti clausole che limitano la possibilità di cedere la partecipazione e dove comunque tale cessione è spesso di fatto impossibile per l'assenza di un mercato secondario della quota o delle azioni, l'impossibilità di uscire dalla società, riappropriandosi della propria quota-parte di ricchezza sociale, determina una situazione di prigionia del socio che amplifica i rischi di abuso ad opera della maggioranza. In tema cf. J.A.C. HETHERINGTON-M.P. DOOLEY, *Liquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem*, 63 *Va. L. Rev.* 1 (1977); E. ROCK-M.L. WACHTER, *Waiting for the Omelette to Set: Match-Specific Assets and Minority Oppression*, in R. MORCK (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, Chicago, 2000, 201 ss. E v. anche quanto osservato *infra*, cap. 5, nt. 11.

<sup>10</sup> Novità che non tutti hanno salutato con favore: v. ad es. G.B. PORTALE, *Riforma delle società di capitali e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Corr. giur.*, 2003, 146, il quale giudica “eccessivo” tale ampliamento.

<sup>11</sup> V. l'art. 4, settimo comma, lett. b), della legge delega di riforma del diritto societario (legge 3 ottobre 2001, n. 366), ove si stabilisce che “la riforma è diretta a [...] disciplinare i vizi delle deliberazioni [assembleari] in modo da contemperare le esigenze di tutela dei soci e quelle di funzionalità e certezza dell'attività sociale, individuando le ipotesi di invalidità, i soggetti legittimati alla impu-

Il giudizio della maggior parte dei commentatori è positivo: il nuovo regime del recesso rappresenta una buona disciplina, priva dei limiti e dei difetti che caratterizzavano le regole precedenti (uno su tutti: l'inadeguatezza dei criteri di determinazione del valore della partecipazione) e capace di realizzare un equilibrato bilanciamento fra i vari interessi in gioco<sup>12</sup>.

A dispetto del suo carattere tradizionale e fortemente radicato, tuttavia, il recesso rappresenta un istituto tutt'oggi ancora ampiamente dibattuto. La dottrina discute del suo esatto inquadramento sistematico e – aspetto di maggior rilievo per quelli che sono gli obiettivi del presente lavoro – della sua funzione. Non è chiaro, in altri termini, “cosa sia”, giuridicamente, il recesso, e, soprattutto a seguito delle modifiche intervenute con la riforma del 2003, “a cosa serva” il recesso.

Il presente lavoro si prefigge in primo luogo il compito di gettare luce sulla concreta funzione dell'istituto, cercando di fare ordine nel “disordine” apparentemente creato dal legislatore del 2003 attraverso il grande ampliamento delle cause di recesso. Chiarito questo aspetto, si tenterà di mettere a fuoco il ruolo dell'istituto nel governo delle società di capitali, cercando di comprendere come la prerogativa incida sull'azione della maggioranza e sul concreto contenuto delle decisioni da questa adottate.

La riflessione della dottrina italiana in tema di recesso si è concentrata ampiamente sugli aspetti di carattere dogmatico e sistematico. Ci si è spesso interrogati sulla natura giuridica dell'istituto e la sua riconducibilità (o estraneità rispetto) alle omonime categorie civilistiche<sup>13</sup>. Relativamente in ombra è rimasto invece il tema che qui ci si propone di investigare, ossia se e come il recesso possa contribuire al corretto governo delle società di capitali attraverso una riduzione dei costi

---

gnativa e i termini per la sua proposizione, anche prevedendo possibilità di modifica e integrazione delle deliberazioni assunte, e l'eventuale adozione di strumenti di tutela diversi dalla invalidità”. Sul punto cfr. *ex multis* V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 3/2005, I, 292 (per l'osservazione secondo cui il recesso, a seguito della riforma, “assolve ad una funzione sostitutiva rispetto alla tutela costituita dalla possibilità per il socio di impugnare[e] [la deliberazione] o di censurarla sul piano della legittimità”; R. SACCHI, *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Giappichelli, Torino, 2018, 28; S. ADDAMO, *Diritto di recesso*, cit., 13. Sul tema generale dei rapporti fra tutela di tipo reale (o “demolitoria”) e tutela di tipo obbligatorio a seguito della riforma v., oltre a SACCHI, *op. ult. cit.*, ID., *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. 2, Utet, Torino, 2006, 133 ss.; A. NIGRO, *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, in *Riv. soc.*, 4/2004, 881 ss.

<sup>12</sup> Un giudizio negativo sul regime riformato è invece espresso da D. GALLETTI, *Art. 2437*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, vol. II, Cedam, Padova, 2005, 1483.

<sup>13</sup> V. *infra*, cap. 2, nt. 2, per un succinto resoconto di tale dibattito.

di agenzia che – in grado variabile – caratterizzano questo tipo di società<sup>14</sup>. Naturalmente, la dottrina italiana è ampiamente consapevole che, specie a seguito della riforma del 2003, il recesso gioca un ruolo di rilievo nel governo delle società di capitali: lo testimonia non solo la diffusa constatazione che esso rappresenta uno strumento di tutela del socio rispetto a decisioni della maggioranza che questi non condivide<sup>15</sup>, ma anche l’affermazione – anch’essa ampiamente diffusa e condivisa – secondo cui il recesso, a seguito della riforma, è viepiù uno strumento di pressione e negoziazione riconosciuto alla minoranza al fine di condizionare, proprio attraverso la minaccia del suo concreto esercizio, le determinazioni della maggioranza<sup>16</sup> e quella, strettamente connessa a quella appena riportata, secondo cui un’eccessiva valorizzazione dell’istituto (ad esempio, e tipicamente, attraverso un’interpretazione estensiva delle cause di recesso previste dal legislatore) sarebbe dannosa poiché porrebbe vincoli eccessivi alla maggioranza, che verrebbe oltremodo disincentivata dall’adottare decisioni nell’interesse di tutti i soci a causa dei costi che il recesso imporrebbe alla società<sup>17</sup>. La riflessione, tuttavia,

---

<sup>14</sup> Com’è ampiamente noto, i costi di agenzia sono i costi che è necessario sostenere per limitare il rischio che coloro ai quali è delegato il potere di gestire la società (amministratori e soci di controllo) sfruttino la discrezionalità loro accordata per perseguire il proprio interesse personale invece che quello del preponente (l’insieme degli azionisti, nelle società con ampia compagine azionaria e prive di socio di controllo, ovvero gli azionisti di minoranza, ove vi è un socio di controllo). V. M. JENSEN-W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *J. Fin. Econ.* 305 (1976). Si noti che i costi di agenzia non sono una caratteristica esclusivamente propria delle grandi società azionarie con compagini sociali ampie e frammentate (sebbene, com’è ampiamente noto, una tale frammentazione contribuisca ad aggravare questi costi), ma connotano anche le società “chiuse”, nelle quali, nonostante la ristretta compagine azionaria, vi è comunque una dialettica maggioranza-minoranza e quindi il rischio che la prima abusi del proprio potere in danno della seconda. Valorizza l’approccio indicato nel testo, in controtendenza rispetto alla dottrina maggioritaria (sebbene all’interno di un contributo che lo sviluppa solo per linee generali), M. MALTONI, *Il recesso e l’esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notariato*, 3/2003, 307 ss. L’approccio in questione è invece più diffuso (e risalente) nella dottrina giuridica (e giuseconomica) nordamericana, anche in ragione dell’impostazione funzionalista e di *law & economics* che caratterizza lo studio del diritto in quel Paese. V., ad es., già M.A. EISENBERG, *The structure of the Corporation*, Beard Books, Washington, 2006 (ristampa, ed. orig. 1976), 69 ss.

<sup>15</sup> Nella letteratura italiana più recente v. ad es. P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nelle s.p.a.*, Giappichelli, Torino, 2018, *passim*, nonché gli autori citati al cap. 2, nt. 42.

<sup>16</sup> In questo senso v., ad es., C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, II ed., Cedam, Padova, 2006, 86; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, t. I, Giuffrè, Milano, 2010, 779.

<sup>17</sup> V., ad es., E. PEDERSOLI, *Le modifiche con effetti “attuali” e “potenziali” ai fini del diritto di recesso ex art. 2437, comma 1, lett. g), c.c.*, in *Giur. comm.*, 3/2019, I, 548, con riferimento all’eventualità che anche le modifiche “potenziali” ai diritti di voto o di partecipazione costituiscano causa di recesso ai sensi della lett. g) dell’art. 2437.

raramente si spinge oltre queste constatazioni di carattere generale, interrogandosi sull'esatta meccanica e gli effetti concreti di questa influenza, oppure sulle condizioni che permettono al rimedio di operare correttamente o che viceversa ne compromettono l'efficiente funzionamento<sup>18</sup>. Il presente contributo ha fra i suoi obiettivi proprio quello di colmare questa lacuna, esplorando a fondo i profili appena menzionati.

Naturalmente, la presente trattazione non ha alcuna ambizione omnicomprensiva. Importanti problematiche e aspetti della disciplina del recesso non verranno affrontati: non ci si soffermerà, se non eccezionalmente e per specifiche esigenze dell'analisi "funzionale" che si intende sviluppare nelle prossime pagine, sulle singole cause di recesso ed i relativi problemi interpretativi<sup>19</sup>, né si affronterà il tema, anch'esso di grande rilievo e tradizionalmente dibattuto, dell'individuazione del momento esatto della perdita dello *status socii*<sup>20</sup>.

Il lettore potrebbe chiedersi da dove nasca l'interesse per un tema così tradizionale e, in fin dei conti, ampiamente esplorato. Ebbene, oltretutto dalla già segnalata persistente incertezza circa l'esatta funzione dell'istituto e, soprattutto, il suo ruolo nel governo delle società di capitali, tale interesse deriva dall'osservazione del panorama comparato. Come si avrà modo di constatare nelle pagine che seguono, nei principali ordinamenti europei e in quello nordamericano il recesso è un istituto assolutamente privo della centralità e della rilevanza attribuitegli dal legislatore italiano: il solco che separa la disciplina italiana del recesso da quella di quasi tutti gli ordinamenti tradizionalmente più affini al nostro costituisce un forte fattore di stimolo allo studio dell'istituto e all'esplorazione del ruolo che esso gioca nel governo delle società di capitali.

## 2. Origine e sviluppo storico del recesso nelle società di capitali

Come poc'anzi accennato, il recesso è un istituto che accompagna il diritto delle società di capitali fin dai suoi albori. Tuttavia, la sua fisionomia e funzione cambiano profondamente nel tempo. A questo proposito, è probabilmente possibile individuare due fasi diverse, cui corrispondono due diverse "for-

---

<sup>18</sup> Costituisce parziale eccezione C. ANGELICI, *La riforma*, cit., 86 ss., il quale si interroga più a fondo su queste dinamiche, giungendo a risultati che avremo modo di riprendere e sviluppare ulteriormente più avanti.

<sup>19</sup> Su cui v. la recente ampia analisi di M. STELLA RICHTER JR.-(A. PONTECORVI), *Recesso ed esclusione dalle società di capitali*, ESI, Napoli, 2022, 1 ss.

<sup>20</sup> Su quest'ultimo tema v. di recente B. MASSELLA DUCCI TERI, *Sul recedente dalla società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2/2016, 191 ss. In argomento v. anche M. PERRINO, *Il recesso del socio ed il suo "momento"*, in *Riv. dir. comm.*, 2/2014, 235 ss.

me” dell’istituto. In un primo momento il recesso è uno strumento che assolve primariamente a una funzione di liquidità; coerentemente con ciò, il suo esercizio è del tutto slegato da atti o decisioni della società ed è rimesso interamente alla volontà del singolo socio. L’istituto acquista l’odierna fisionomia di strumento principalmente volto alla tutela della minoranza<sup>21</sup> solo in un secondo momento, in corrispondenza con l’ampliamento dei poteri della maggioranza e l’abbandono della regola dell’unanimità per le modificazioni dell’atto costitutivo.

### 2.1. Il recesso nelle Compagnie delle Indie inglese e olandese

Le Compagnie coloniali delle Indie, comunemente considerate l’antecedente storico della moderna società per azioni<sup>22</sup>, prevedevano in capo al socio il diritto al rimborso delle somme investite a scadenze predefinite: al termine di ogni spedizione, nel caso della Compagnia delle Indie inglese<sup>23</sup>, o allo scadere del decimo anno, nel caso di quella olandese<sup>24</sup>.

La probabile funzione di questo particolare diritto di recesso era consentire al socio di monetizzare il proprio investimento in un contesto in cui non esistevano ancora canali di disinvestimento alternativi. L’obiettivo ultimo era dunque attrarre

---

<sup>21</sup> Come si è già accennato e come si avrà modo di osservare meglio più avanti, in realtà questo aspetto non è pacifico, non mancando gli autori che, soprattutto a seguito della profonda rivisitazione dell’istituto compiuta dalla riforma del 2003, attribuiscono ad esso funzioni diverse da quella appena riferita nel testo o ritengono che esso non sia riconducibile ad una *ratio* unitaria: v. *infra*, cap. 2, parr. 2-4.

<sup>22</sup> V. per tutti T. ASCARELLI, *Corso di diritto commerciale. Introduzione e teoria dell’impresa*, III ed., Giuffrè, Milano, 1962, 36 (“Sono [...] le compagnie coloniali [...] che costituiscono [...] l’immediato antecedente delle società anonime per azioni”); F. GALGANO, *Lex mercatoria*, Il Mulino, Bologna, 2001, 82 (il quale definisce le Compagnie delle Indie del Seicento e del Settecento come “gli archetipi di quella che diverrà [...] la forma giuridica tipica dell’impresa capitalistica, la società per azioni”).

<sup>23</sup> V. G. COTTINO, *Introduzione al Trattato. Il diritto commerciale tra antichità, medioevo e tempo presente: una riflessione critica*, in G. BONFANTE-G. COTTINO, *L’imprenditore*, Cedam, Padova, 2001, 286; E.F. HECKSCHER, *Mercantilism*, vol. I (II ed. rivista), Bradford & Dickens, Londra, 1955, 399. Come riferiscono H. HANSMANN *et al.*, *Law and the Rise of the Firm*, cit., 1376, inizialmente era prevista addirittura la spartizione in natura dei proventi della spedizione (il carico delle navi rientrate in porto), al termine della stessa. Anche nelle società di capitali prussiane era inizialmente previsto il diritto degli azionisti al rimborso del capitale al termine dell’affare per il quale la società era stata costituita: v. G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 1\*\*, Utet, Torino, 2004, 12.

<sup>24</sup> V. A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell’evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 641, in nota. In tema v. anche C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, II ed., Giuffrè, Milano, 2009, 8 s.

investitori, sulla base dell'idea che un investimento facilmente liquidabile incentivasse *ex ante* l'investimento<sup>25</sup>.

Costituisce chiara riprova di tale ipotizzata funzione di liquidità il fatto che la prerogativa scompare contestualmente con lo sviluppo delle borse. Queste, com'è ben noto, offrono agli azionisti un canale di disinvestimento alternativo che, oltre ad essere spesso più rapido ed efficace rispetto al recesso/rimborso, presenta l'ulteriore importante vantaggio di non incidere in alcun modo sul patrimonio della società, conciliando in tal modo l'interesse del socio a poter disinvestire in ogni momento e quello della società a non doversi sobbarcare i relativi costi, condannandosi ad una costante instabilità patrimoniale difficilmente compatibile con lo sviluppo dell'impresa. Con lo sviluppo delle borse scompare il diritto al rimborso del capitale, sostituito dal diritto del socio di rivendere la propria partecipazione senza il previo consenso degli altri soci<sup>26</sup>, e si afferma l'opposto principio, già richiamato, di "stabilità del conferimento" (e conseguente "fissità" del capitale sociale)<sup>27</sup>, ossia la regola secondo cui le risorse apportate dal socio a titolo di conferimento sono stabilmente vincolate all'esercizio dell'impresa e pertanto non possono essere liberamente ritirate da quest'ultimo<sup>28</sup>. Vi è chi ritiene che proprio lo sviluppo delle borse – agevolato dal carattere anonimo e fungibile della partecipazione del socio – abbia di fatto permesso di eliminare l'originario diritto individuale del socio alla liquidazione della quota<sup>29</sup>, conferendo alle risorse apportate quella stabilità che è oggi un pilastro del moderno diritto delle società di capitali<sup>30</sup>.

---

<sup>25</sup> Come vedremo più avanti, l'idea in questione affiora frequentemente anche nell'ambito delle moderne ricostruzioni dell'istituto. V. *infra*, cap. 2, nt. 22.

<sup>26</sup> H. HANSMANN *et al.*, *Law and the Rise of the Firm*, cit., 1376 s. L'affermazione della regola di libera trasferibilità della quota rappresenta una ovvia preconditione per lo sviluppo delle borse. Come osservano gli Autori appena richiamati, la regola viene introdotta per offrire agli azionisti una *way out* alternativa allorché viene eliminato, in ragione della sua inefficienza, il diritto del socio al rimborso del capitale.

<sup>27</sup> Su cui v. G.B. PORTALE, *Capitale sociale*, cit., 11 s.

<sup>28</sup> Cfr. C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 10, il quale osserva altresì come la regola in questione si affermi in concomitanza "con l'affermarsi del carattere continuativo dell'attività di impresa svolta dalle Compagnie delle Indie".

<sup>29</sup> C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 10.

<sup>30</sup> Chiare ed evidenti sono le differenze fra la forma di recesso in esame e il moderno diritto di recesso nelle società di capitali, usualmente ancorato a decisioni o comportamenti della maggioranza dei soci. Fra le odierne ipotesi di recesso, quella che più si avvicina al recesso proprio delle Compagnie coloniali è quella del recesso *ad nutum*, che non a caso rappresenta un *unicum* nell'odierno sistema del recesso nelle società di capitali. Di esso avremo occasione di occuparci ampiamente più avanti (v. *infra*, cap. 5). Il recesso proprio delle compagnie coloniali presenta anche delle indubbie affinità con quello che nell'odierno diritto societario è lo scioglimento della società per conseguimento dell'oggetto sociale. Questo risulta oltremodo evidente nella Compagnia inglese, dove, come già accenna-

## 2.2. Il recesso riconosciuto in concomitanza con l'abbandono del principio di unanimità per le modifiche del contratto sociale

Il recesso si ripresenta sotto nuova veste nel diritto delle società di capitali in concomitanza con l'abbandono, avvenuto fra il XIX e il XX secolo<sup>31</sup>, della regola dell'unanimità per le decisioni di modifica del contratto sociale<sup>32</sup>. È in questa fase che l'istituto acquista l'odierna fisionomia. Esso viene introdotto quale contrappeso all'ampliamento dei poteri della maggioranza, con la precipua funzione di tutelare il socio dissenziente rispetto a decisioni che prima – in virtù della regola dell'unanimità – richiedevano il suo espresso consenso e che dunque egli aveva il potere di bloccare<sup>33</sup>.

L'unanimità per le delibere di modifica dell'atto costitutivo veniva usualmente ricondotta ai principi contrattuali generali, sui quali la società si erigeva (e si erige tutt'oggi): la società è (o quantomeno nasce da) un contratto fra i soci (e in origine fra questi e lo Stato)<sup>34</sup> e dunque ogni successiva modifica di tale contratto richiede il consenso di ciascuno di costoro<sup>35</sup>. L'abbandono di un principio

---

to, il diritto al rimborso maturava al termine della singola spedizione (l'oggetto della comune iniziativa), evidentemente nel caso in cui questa si fosse effettivamente rivelata di successo. La conclusione della spedizione, d'altro canto, non determinava lo scioglimento della Compagnia (lo mette chiaramente in evidenza E.F. HECKSCHER, *Mercantilism*, 399: “[t]he corporation [...] was made indissoluble by the charters, but this did not hold with regard to the company capital itself”), la quale operava pertanto tramite cicli successivi di raccolta del capitale, senza che le periodiche restituzioni incidessero sulla sopravvivenza dell'ente. Questa particolare tecnica di finanziamento, caratterizzata da cicli successivi di raccolta del capitale e successiva liquidazione del patrimonio risultante dal compimento dell'affare, ricorda l'operare degli odierni fondi di investimento.

<sup>31</sup> C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 18.

<sup>32</sup> V. *ex multis* C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 19; D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2000, 70. Per una dettagliata ricostruzione della nascita degli *appraisal statutes* negli Stati Uniti d'America v. M. SIEGEL, *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, 32 *Harv. J. on Legis.* 79 (1995), 89 ss. (lo studio dell'Autrice mette in luce come il recesso nasca in origine per via giurisprudenziale, dal contenzioso che si sviluppa quando viene abbandonata la regola dell'unanimità per le decisioni concernenti le fusioni e le vendite di beni sociali).

<sup>33</sup> Nella dottrina italiana v. da ultimo M. STELLA RICHTER JR.(-A. PONTECORVI), *Recesso*, cit., 2. In quella di lingua inglese v. B.M. WERTHEIMER, *The Purpose of the Shareholders' Appraisal Remedy*, 65 *Tenn. L. Rev.* 661 (1998), 662. Come vedremo meglio al par. 3, nell'ordinamento italiano questo dato emerge con particolare chiarezza.

<sup>34</sup> Com'è ampiamente noto, le prime società per azioni (ed in special modo i loro antecedenti storici costituiti dalle Compagnie delle Indie) nascono attraverso un atto di concessione del sovrano e come tali si configurano “come una sorta di «patto» di volta in volta concluso da gruppi imprenditoriali con il sovrano”: così F. GALGANO, *Lex mercatoria*, cit., 83.

<sup>35</sup> V. W.J. CARNEY, *Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes*, 1980 *Am. B. Found. Res. J.* 69 (1980), 78; M. SIEGEL, *Back to the Future*, cit., 86.

così basilare, per lungo tempo ritenuto sacro e intoccabile, non poteva non richiedere il riconoscimento di una contropartita, individuata nel diritto della parte che dissente dalla modifica di sciogliere il proprio legame con gli altri contraenti e ottenere una somma di denaro che rappresenti il valore della propria partecipazione<sup>36</sup>.

Secondo la prospettiva in esame, l'attribuzione del diritto di recesso costituisce un compromesso fra l'esigenza di garantire tutela al socio rispetto a mutamenti non voluti delle originarie condizioni di adesione alla comune iniziativa – esigenza che prima veniva assicurata dal potere di veto conferito al singolo dal principio di unanimità – e la contrapposta esigenza, di cui il neonato principio di maggioranza rappresenta espressione, di assicurare alla società maggiore flessibilità sul piano organizzativo, impedendo che la volontà contraria del singolo possa bloccare modifiche ritenute vantaggiose dalla maggioranza dei soci o comunque da chi ha complessivamente investito di più<sup>37</sup>.

È quasi banale osservare come tra il recesso in esame e quello che caratterizzava le antiche Compagnie coloniali sussista una profonda differenza sul piano funzionale. Mentre il primo, come già osservato, assolveva ad una funzione di liquidità in un contesto dove non era ancora possibile disinvestire attraverso il mercato, il recesso di cui ora si discute assolve ad una funzione di tutela della minoranza dissenziente. Da qui la chiara affinità con l'odierno diritto di recesso, il quale, come avremo occasione di osservare anche più avanti, risulta parimenti ispirato ad una tale finalità<sup>38</sup>.

### 3. Il recesso nell'ordinamento societario italiano

L'evoluzione storica del recesso nel diritto italiano delle società di capitali riflette largamente le direttrici descritte ai paragrafi che precedono. Il codice di

<sup>36</sup> Cfr. B.M. WERTHEIMER, *The Purpose*, cit., 662, secondo cui l'idea del recesso come *quid pro quo* per la perdita del potere di veto sui “fundamental corporate changes”, ora affidati alla maggioranza, rappresenta “[t]he standard explanation for the existence of the appraisal remedy”; S. PACCHI PESUCCI, *Autotutela dell'azionista e interesse dell'organizzazione*, Giuffrè, Milano, 1993, 87, per l'affermazione che il diritto di recesso è riconosciuto “in cambio della libertà di organizzazione” dell'impresa (incarnata dall'espansione del principio maggioritario: n.d.a.); G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 6\*, Utet, Torino, 1993, 137 (il recesso “rappresenta un correttivo al sacrificio dell'interesse dell'azionista risparmiatore all'immutabilità delle originarie condizioni di contratto [...]”).

<sup>37</sup> Analogamente S. ADDAMO, *Diritto di recesso*, cit., 10.

<sup>38</sup> Come già accennato, il punto non è pacifico: vi è infatti chi ritiene che la principale funzione dell'istituto continui ad essere quella di conferire liquidità all'investimento del socio (e per tale via favorire l'afflusso di capitale di rischio). Torneremo sulla questione più avanti, dimostrando come tale tesi risulti infondata.

commercio del 1865 contemplava l'istituto del recesso, pur senza offrirne una disciplina espressa. L'art. 163 stabiliva, alquanto laconicamente, che “devono risultare da espressa dichiarazione o deliberazione dei soci, e devono essere depositati, trascritti, affissi e pubblicati [...] [l]a mutazione, il recesso o l'esclusione di soci”. La menzione del diritto di recesso costituiva indice del fatto che l'istituto risultava ammesso e lasciava intendere che la sua regolamentazione fosse interamente rimessa all'autonomia statutaria.

È con il codice del 1882 che l'istituto acquista la fisionomia attuale, divenendo strumento volto alla tutela dei soci dissenzienti rispetto a determinate decisioni della maggioranza. Da un lato, il codice del 1882 attribuisce in via esplicita e generale alla maggioranza il potere di modificare il contratto sociale<sup>39</sup>. Il primo comma dell'art. 158 riconosce a quest'ultima il potere di deliberare lo scioglimento anticipato della società, la proroga della sua durata, la fusione con altre società, la riduzione del capitale sociale e la sua reintegrazione o il suo aumento, il cambiamento dell'oggetto della società e “ogni altra modificazione dell'atto costitutivo”<sup>40</sup>. Contestualmente all'attribuzione alla maggioranza di tali ampi poteri, viene introdotto in favore del socio dissenziente il diritto di recesso con riguardo ad alcune delle deliberazioni appena menzionate: la fusione, la reintegrazione e l'aumento del capitale sociale, il cambiamento dell'oggetto sociale, la proroga della società ove non originariamente contemplata dall'atto costitutivo. Lo stretto collegamento fra ampliamento dei poteri della maggioranza e recesso emerge visivamente dalla stessa collocazione dell'istituto all'interno del codice<sup>41</sup>. La disciplina del recesso è infatti contenuta in quello stesso art. 158 che, come appena visto, sancisce espressamente il potere della maggioranza di modificare l'atto costitutivo, immediatamente dopo le relative disposizioni<sup>42</sup>.

La prassi, tuttavia, considera fin da subito eccessivamente ampio lo spazio ri-

---

<sup>39</sup> Lo rileva anche P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 30.

<sup>40</sup> La maggioranza richiesta per tali deliberazioni era particolarmente elevata: il medesimo primo comma dell'art. 158 prevedeva infatti un *quorum* costitutivo pari a tre quarti del capitale e il voto favorevole di almeno la metà del capitale stesso. Tuttavia, l'*incipit* della disposizione (“Qualora l'atto costitutivo o lo statuto non disponga altrimenti”) indicava chiaramente che i *quorum* legali erano derogabili.

<sup>41</sup> Lo sottolinea anche P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 31, in nota.

<sup>42</sup> V. rispettivamente il primo e il terzo comma. Il codice di commercio del 1882 individua anche i criteri sulla base dei quali effettuare la liquidazione, stabilendo, con una scelta penalizzante per il recedente che verrà poi fatta propria anche dal codice del 1942, che tale calcolo debba farsi “in proporzione dell'attivo sociale secondo l'ultimo bilancio approvato” (art. 158, terzo comma). Riporta G. FERRI, *Le società*, III ed., Utet, Torino, 1987, 911, in nota, che nel vigore del codice del 1882 era opinione comune che ai fini del calcolo del valore di liquidazione “potesse farsi riferimento anche a situazioni patrimoniali diverse dal bilancio di esercizio”, cosa che permetteva di ovviare al problema di sistematica sottovalutazione del valore delle azioni del recedente determinato dal riferimento ai valori espressi nel bilancio di esercizio.

conosciuto al diritto di recesso<sup>43</sup> e, facendo ricorso ad una prerogativa non espressamente riconosciuta dal codice, riduce convenzionalmente il novero delle ipotesi di recesso<sup>44</sup>, escludendolo in special modo per le delibere di fusione e aumento del capitale<sup>45</sup>. Non è agevole individuare le ragioni alla base di questa scelta. Se, da un lato, è plausibile ritenere che l'obiettivo fosse rimuovere quello che veniva percepito come un potenziale ostacolo alla realizzazione di operazioni molto comuni e spesso di grande importanza per lo sviluppo dell'impresa, non meno plausibile è ritenere che l'obiettivo fosse privare la minoranza di un efficace strumento di tutela a fronte di operazioni che presentano tradizionalmente un elevato potenziale espropriativo<sup>46</sup>.

Conformandosi alle indicazioni provenienti dalla prassi, una serie di interventi legislativi a cavallo del Novecento comprime gli spazi che il codice del 1882 riservava al recesso: tale viene facoltà progressivamente esclusa (in un primo momento solo in via temporanea e/o parziale) per le fusioni e gli aumenti di capitale<sup>47</sup>.

Il codice del 1942 recepisce l'atteggiamento di disfavore che era venuto maturando nella prassi e nella legislazione speciale. La nuova disciplina mantiene l'istituto ma ne limita fortemente l'ambito di applicazione, rendendo definitiva la scelta di escludere le fusioni e le operazioni sul capitale dal novero delle cause di recesso delle società per azioni (scelta che, lo si noti per inciso, è stata reiterata dal legislatore della riforma del 2003, pur nell'ambito di un approccio all'istituto

<sup>43</sup> P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 31. A. DACCÒ, «Diritti particolari» e recesso dalla s.r.l., Giuffrè, Milano, 2013, 33.

<sup>44</sup> La validità di queste clausole era vivacemente discussa nella dottrina dell'epoca. L'indirizzo forse prevalente era nel senso della loro ammissibilità: in questo senso si esprimono ad es. A. SCIALOJA, *Validità della rinuncia al diritto di recesso*, in ID, *Saggi di vario diritto*, vol. II, Soc. ed. Foro it., Roma, 1928, 405 ss.; A. VIGHI, *I diritti individuali degli azionisti*, L. Battei, Parma, 1902, 77; G. DONADIO, *Il recesso del socio per modifiche statutarie*, Giuffrè, Milano, 1940, 25 ss. *Contra v.* per tutti C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, vol. II, *Le società commerciali*, Vallardi, Milano, 1929, 249 s.

<sup>45</sup> P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 31.

<sup>46</sup> L'aumento di capitale, con o senza esclusione del diritto di opzione, è una delle più note e comuni tecniche attraverso cui diluire la partecipazione dei soci di minoranza, riducendone il tale modo la partecipazione ai profitti di impresa e la complessiva incidenza nel governo della società. La fusione, dal canto proprio, ed in special modo la fusione con la società controllante o con società "sorella", può rappresentare un formidabile strumento di espropriazione dei soci di minoranza, specie ove alla maggioranza sia concessa ampia discrezionalità nella determinazione del rapporto di cambio.

<sup>47</sup> V. quanto disposto dall'art. 2 della legge 1° aprile 1915, n. 431. In tema, per una più analitica ricostruzione, v. G. DONADIO, *Il recesso*, cit., 37 ss. Peraltro, stante l'assenza di una generale previsione che escludesse la possibilità di ampliare convenzionalmente il catalogo legale di cause di recesso, non è certo che gli interventi appena richiamati comportassero invariabilmente l'impossibilità, per le singole società, di re-introdurre per via statutaria le cause di recesso che venivano eliminate dal legislatore.

profondamente diverso da quello del legislatore del 1942), e, ribadendo una scelta fatta propria a suo tempo dal codice del 1882<sup>48</sup>, detta una disciplina della determinazione del valore di liquidazione della partecipazione che, in quanto ancorata ai valori di bilancio, tende a penalizzare il recedente (e dunque a scoraggiare l'uso del rimedio), poiché conduce usualmente all'individuazione di una somma di denaro inferiore all'effettivo valore della partecipazione<sup>49</sup>.

L'atteggiamento di disfavore verso l'istituto si traduce anche in una forte compressione degli spazi riservati all'autonomia privata: le ipotesi di recesso legali, adesso limitate a tre deliberazioni – mutamento dell'oggetto e del tipo sociale e trasferimento della sede sociale all'estero<sup>50</sup> – sono ritenute irrinunciabili, in quanto comportanti altrettante modificazioni “essenziali” della società<sup>51</sup>, e vengono pertanto sottratte all'autonomia statutaria, che non ha più il potere di rimuoverle. Si stabilisce infatti espressamente, con una disposizione destinata a confluire, immutata nella sostanza, nella disciplina attuale, che “[è] nullo ogni patto che esclude il diritto di recesso o ne renda più gravoso l'esercizio”<sup>52</sup>. Inoltre, dottrina e giurisprudenza si orientano verso interpretazioni restrittive che precludono all'autonomia privata la possibilità di arricchire il catalogo legale di cause di recesso<sup>53</sup> (che diviene così immodificabile tanto “verso il basso” quan-

---

<sup>48</sup> V. *supra*, nt. 42.

<sup>49</sup> Quanto affermato nel testo non vale però per le società quotate. Per queste ultime, infatti, il legislatore del 1942 prevedeva il diverso criterio del prezzo di mercato, il quale, diversamente dal criterio del *book value* stabilito per le non quotate, tendeva a garantire al socio il valore effettivo delle sue azioni. Nel vigore del codice del 1942 vi era comunque chi riteneva che la determinazione del prezzo di rimborso andasse fatta sulla base di criteri meno penalizzanti: v. ad esempio G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Giuffrè, Milano, 2001, 163 ss., per un'articolata critica all'idea secondo cui la determinazione del valore di liquidazione nelle società non quotate dovesse farsi sulla base dei valori risultanti dall'ultimo bilancio approvato.

<sup>50</sup> Così l'art. 2437, primo comma, anteriforma. Le delibere in questione erano altresì soggette a *quorum* deliberativi rafforzati (il voto favorevole dei soci che rappresentavano più della metà del capitale sociale anche in seconda convocazione: così il terzo comma dell'art. 2369 prima della riforma del 2003).

<sup>51</sup> Così, *ex multis*, G. FERRI, *Le società*, cit., 910.

<sup>52</sup> Così stabiliva l'art. 2437, terzo comma anteriforma. È facile scorgere in queste scelte l'influenza dell'opinione del Vivante, il quale riteneva il recesso “un istituto di ordine pubblico” che “agisce come un freno e un rimedio contro il potere illimitato delle assemblee di modificare il proprio statuto”, che in quanto tale “non può essere tolto agli azionisti né dallo statuto né dall'assemblea” (C. VIVANTE, *Trattato*, cit., 249). In realtà, come già correttamente osservava G. DONADIO, *Il recesso*, cit., 26 s., “[l]a innegabile funzione sociale che il recesso svolge non lo rende senz'altro un istituto di ordine pubblico. La funzione *principale* ed *immediata* del recesso è pur sempre quella di garantire il singolo: e questi, come il *primo* e *più interessato*, può rinunziarvi”. Torneremo sul punto più avanti, allorché affronteremo il tema degli spazi riservati all'autonomia privata dall'attuale disciplina: v. *infra*, cap. 3, sez. II.

<sup>53</sup> Diviene infatti convinzione dominante in giurisprudenza che le cause di recesso legali fossero

to “verso l’alto”) e di modificare i criteri di liquidazione in senso più favorevole al socio.

Con la riforma del 2003 si assiste pertanto ad un vero e proprio cambio di paradigma. Non solo il catalogo delle cause di recesso viene significativamente arricchito (lo si coglie già da un confronto “visivo” fra il precedente e l’attuale art. 2473: il primo, come appena riferito, contenente solo tre cause di recesso, il secondo ben nove, che peraltro non esauriscono il novero complessivo di ipotesi legali di recesso previste dal vigente diritto delle società di capitali); viene anche dettata una disciplina organica del procedimento di liquidazione della partecipazione, finalizzata a minimizzare l’impatto del recesso sul patrimonio della società e sugli interessi dei creditori, e, soprattutto, vengono introdotti nuovi criteri di determinazione del valore di liquidazione finalizzati a garantire al socio una somma di denaro che rifletta il valore effettivo della sua quota o delle sue azioni, eliminando così il precedente disincentivo all’uso del rimedio. Muta quindi in radice l’atteggiamento del legislatore verso l’istituto, non più percepito con sfavore, ma ritenuto all’opposto capace di giocare un ruolo importante nel governo delle società di capitali.

Per molti versi, la disciplina risultante dalla riforma segna un ritorno all’approccio proprio del codice del 1882<sup>54</sup>. Ciò nondimeno, il *favor* delle attuali regole per l’istituto appare per alcuni aspetti inferiore, come testimonia la scelta di non includere fra le ipotesi di recesso della società per azioni le fusioni e gli aumenti di capitale, diversamente da quanto previsto dal codice del 1882<sup>55</sup>. Inoltre, l’ap-

---

un *numerus clausus* e che non fosse dunque possibile introdurne di ulteriori. In questo senso v., ad es., Cass., 28 ottobre 1980, n. 5790, in *Mass. giust. civ.*, 10/1980, ove si afferma che il recesso, costituendo eccezione del principio generale secondo cui le deliberazioni assembleari conformi alla legge e all’atto costitutivo vincolano tutti i soci, non può applicarsi ad ipotesi ulteriori rispetto a quelle espressamente previste dalla legge. La tesi riscuoteva meno consensi in dottrina ma era comunque sostenuta da un nutrito gruppo di autori. In questo senso si orientano ad es. G. GRIPPO, *Il recesso*, cit., 146; C. GANDINI, *Modificazioni dell’atto costitutivo nelle società di capitali: recesso, aumento di capitale e diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, 730; G.L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 202 s. Una posizione di maggiore apertura (e aperta critica verso le appena richiamate tesi restrittive) è invece espressa da D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., 305 ss.

<sup>54</sup> Dello stesso avviso è S. ADDAMO, *Diritto di recesso*, cit., 7, che discorre di “parziale ritorno al passato”. Sul punto cfr. altresì D. MALTESE, *La (presunta) inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione sociale per le ipotesi convenzionali di recesso*, in *Giur. comm.*, 6/2022, I, 1073.

<sup>55</sup> Scelta che è verosimilmente da ricondursi alla volontà di non ostacolare i processi di concentrazione fra imprese e le operazioni di rafforzamento patrimoniale, ma che trascura il fatto che le operazioni in questione non sempre risultano creatrici di valore (le fusioni, ad esempio, possono ben ridurre il valore della società coinvolta, accrescendone le dimensioni oltre la soglia ottimale o determinando un livello di diversificazione inefficiente) e, aldilà della loro capacità di generare nuova ricchezza, possono essere utilizzate, come già osservato (*supra*, nt. 46), per espropriare i soci di mi-

proccio alla regolamentazione dell'istituto appare complessivamente meno "liberale", in ragione del minor spazio riconosciuto all'autonomia privata. A questa, infatti, diversamente da quanto avveniva nella vigenza del codice del 1882, non è consentito comprimere, se non in via marginale, lo spazio riconosciuto all'istituto dal legislatore (com'è ben noto, la gran parte delle attuali cause legali di recesso ha natura inderogabile), né è consentito accrescerlo con riferimento ad una parte numericamente minoritaria ma economicamente molto importante delle società di capitali, ossia quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio<sup>56</sup>. Da questo punto di vista, le scelte del legislatore del 2003 si pongono in continuità con quelle del legislatore del 1942<sup>57</sup>.

#### 4. Il quadro comparato

Il recesso è un istituto certamente non ignoto ai diritti societari dei principali paesi economicamente sviluppati. Limitando l'analisi agli ordinamenti stranieri culturalmente più vicini al nostro e più frequentemente oggetto di comparazione, esso è presente in pressoché tutti i paesi europei, Regno Unito incluso, e nella *corporate law* nordamericana<sup>58</sup>.

Dall'analisi del quadro comparato emergono due elementi. Il primo, ampiamente prevedibile e scontato, è che la fisionomia e l'ambito di applicazione propri dell'istituto (a partire dai "fatti" posti a fondamento del diritto dai singoli legisla-

---

noranza. Per un'analisi recente dei rapporti fra recesso e operazioni di riorganizzazione (fusione e scissione), tendente a mettere in luce l'incompatibilità del primo con le seconde, v. L. SEMINARA, *Recesso e diritto al disinvestimento nella fusione e nella scissione di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 5-6/2017, 1027 ss.

<sup>56</sup> V. il quarto comma dell'art. 2437. Si noti, per inciso, che anche l'approccio del legislatore del codice di commercio del 1865 risulta alquanto liberale: la scelta di non regolare affatto l'istituto (si è osservato che il codice si limita a menzionare il recesso, senza stabilirne alcuna regolamentazione positiva), rimettendone la disciplina interamente all'autonomia privata, riflette chiaramente una filosofia di questo tipo. Anzi, la piena deferenza verso l'autonomia privata mostrata dal legislatore rende forse la disciplina in questione quella in assoluto più liberale. Come avremo modo di dimostrare più avanti, allorché ci occuperemo delle possibili proposte di riforma dell'istituto, questo approccio di massima deferenza verso le scelte compiute dalle singole società è, con alcuni importanti correttivi, l'approccio corretto alla disciplina dell'istituto.

<sup>57</sup> Torneremo più avanti su questo aspetto e avremo modo di dimostrare che la scarsa flessibilità della disciplina costituisce uno dei limiti principali dell'attuale sistema del recesso. V. *infra*, cap. 3, sez. II.

<sup>58</sup> La ragione di una così ampia diffusione è da attribuire principalmente al fatto che l'istituto ha una comune matrice storica, rappresentata, come già visto, dall'abbandono del principio unanimitario per le modifiche del contratto sociale. Quasi ovunque il passaggio alla regola di maggioranza è stato accompagnato dal riconoscimento del diritto di recesso, che ha così fatto ingresso nei vari diritti societari nazionali.

tori nazionali) variano molto da paese a paese<sup>59</sup>. Il secondo, ben più interessante, è che nella maggior parte dei diritti societari presi in considerazione lo spazio riservato all'istituto è di gran lunga inferiore a quello ad esso attribuito in Italia a seguito della riforma del 2003.

Nei principali ordinamenti europei (con la parziale eccezione della Spagna, di cui subito si dirà), il recesso rappresenta un istituto marginale<sup>60</sup>, del tutto privo della centralità e del rilievo riconosciutigli dal legislatore italiano.

Il diritto societario tedesco non prevede alcuna ipotesi di recesso per la società per azioni (*Aktiengesellschaft*)<sup>61</sup>. Maggior spazio all'istituto è invece riconosciuto nella società a responsabilità limitata (*GmbH*), dove al socio è consentito recedere “per gravi motivi”<sup>62</sup>. Un'altra ipotesi di recesso, peraltro strutturata non come recesso in senso proprio ma come *sell-out right*, ossia come opzione di vendita della partecipazione verso una terza parte, è poi prevista nell'ambito della disciplina dei gruppi ed in particolare nei gruppi dove la relazione di controllo è stabilita attraverso un c.d. contratto di dominazione o un contratto di trasferimento dei profitti<sup>63</sup>. Qui la legge stabilisce che il contratto debba prevedere l'obbligo di acquistare la partecipazione del socio a richiesta di quest'ultimo per un “corrispettivo adeguato”<sup>64</sup>.

In Francia, il diritto comune delle società di capitali non prevede l'istituto del

<sup>59</sup> La ragione di ciò, anch'essa ampiamente scontata, è che l'evoluzione storica dei diritti societari nazionali è ampiamente legata a fattori idiosincratici. Ne abbiamo avuto riprova ripercorrendo l'evoluzione del recesso nell'ordinamento italiano, nelle vicende che hanno portato al drastico ridimensionamento dell'istituto nel passaggio dal codice del 1882 a quello del 1942, le quali sono il portato di fattori politici ed economici propri a quel tempo del nostro Paese.

<sup>60</sup> Cfr. E. ROCK, P. DAVIES, H. KANDA, R. KRAAKMAN, W.-G. RINGE, *Fundamental Changes*, in KRAAKMAN *et al.* (eds.), *The Anatomy of Corporate Law*, III ed., OUP, Oxford, 2017, 202 (“appraisal rights are uncommon in the EU”); A. SERETAKIS, *Appraisal Rights in the US and the EU*, in T. PAPADOPOULOS (ed.), *Cross-Border Mergers. EU Perspectives and National Experiences*, Springer, Cham, 2019, 76 (il quale, nell'ambito di un'analisi prevalentemente focalizzata sul diritto di recesso nell'ambito delle fusioni, osserva che “the appraisal remedy remains a sparingly utilized weapon in the arsenal of shareholders in the EU”). Lo scarso rilievo dell'istituto del recesso nei principali ordinamenti europei è ampiamente sottolineato anche da S. ADDAMO, *Diritto di recesso*, cit., 72 ss.

<sup>61</sup> Fanno naturalmente eccezione – ma questo vale per gli ordinamenti societari di tutti i Paesi appartenenti all'Unione europea – le ipotesi di recesso previste dalla legislazione europea, su cui v. *infra*, nt. 81 e 82 e testo corrispondente.

<sup>62</sup> L'istituto non ha fonte nel diritto positivo ma è di origine giurisprudenziale e dottrinale: v. A.K. KOH, *Shareholder withdrawal in close corporations: an Anglo-German comparative analysis*, in 22 *J. Corp. L. Stud.* 197 (2022), 202 s.

<sup>63</sup> Il primo (*Beherrschungsvertrag*) è l'accordo con cui una società si assoggetta alle direttive gestionali di un'altra società, il secondo (*Gewinnabführungsvertrag*) è l'accordo attraverso cui una società si impegna a trasferire i suoi profitti a un'altra società. V. § 291(1), *Aktiengesetz*.

<sup>64</sup> § 305(1), *Aktiengesetz*.

recesso, che però può essere introdotto in via convenzionale<sup>65</sup>. Alcune specifiche cause di recesso sono poi previste per le società quotate: è previsto il diritto di recesso in caso di trasformazione in società in accomandita per azioni<sup>66</sup> e con riferimento a un insieme di decisioni in grado di incidere significativamente sugli interessi degli azionisti di minoranza, come le modifiche significative allo statuto o all'atto costitutivo della società, in particolare quando concernenti le disposizioni relative alla forma giuridica della società o alla cessione e al trasferimento di titoli azionari o dei relativi diritti, la fusione della società con la controllante o con società sottoposta al controllo di questa, la vendita o il conferimento della totalità o della maggior parte delle attività della società ad altra società, il riorientamento dell'attività della società, la sospensione dei dividendi per un periodo prolungato<sup>67</sup>. Le ipotesi di recesso da ultimo richiamate, tuttavia, presentano profonde differenze rispetto al recesso italiano: oltre ad essere strutturate, anche in questo caso, come diritti di *sell-out*, non sorgono automaticamente in conseguenza dell'adozione della specifica delibera per la quale sono previsti, ma dipendono da una decisione dell'Autorità di supervisione del mercato, la quale stabilisce se imporre l'obbligo di acquisto dopo una valutazione delle conseguenze della decisione sui diritti e gli interessi degli azionisti<sup>68</sup>.

Nel Regno Unito, al pari della Francia e della Germania, il recesso come tecnica di tutela della minoranza è usato con molta parsimonia<sup>69</sup>. L'ipotesi principale è sicuramente rappresentata dal c.d. *oppression* o *unfair prejudice remedy*<sup>70</sup>, disciplinato alle *Sections* 994 e seguenti del *Companies Act*<sup>71</sup>. Si tratta di un rimedio di

---

<sup>65</sup> V. S. ADDAMO, *Diritto*, cit., 72 s., ove ampi riferimenti; P. PISCITELLO, *Recesso*, cit., 13, in nota.

<sup>66</sup> V. art. 236-5, Règlement général de l'AMF.

<sup>67</sup> V. art. 236-6, Règlement général de l'AMF. Alle ipotesi appena richiamate nel testo si aggiungono poi ovviamente le fattispecie che costituiscono trasposizione delle previsioni della direttiva o.p.a., su cui v. anche *infra*, nt. 81.

<sup>68</sup> V. art. 236-6, terzo comma.

<sup>69</sup> “*Very sparingly*”, per usare le parole di P.L. DAVIES-S. WORTHINGTON, *Gower's principles of modern company law*, X ed., Sweet & Maxwell, Londra, 2016, 635, i quali ritengono che questo trovi la propria giustificazione negli ostacoli di carattere finanziario che l'*appraisal* pone alla decisione in riferimento alla quale è previsto.

<sup>70</sup> Fra le due espressioni è probabilmente preferibile utilizzare la seconda. Il termine “*oppression*”, originariamente utilizzato dal *Companies Act* del 1948 (v. in particolare la Sec. 210), fu infatti successivamente abbandonato per essere sostituito dall'espressione “*unfair prejudice*”, attualmente utilizzata anche dal *Companies Act* del 2006.

<sup>71</sup> Un'altra ipotesi di recesso, di gran lunga meno significativa di quella che ci accingiamo a discutere nel testo, anche in ragione dell'ambito di applicazione molto limitato, è prevista per il caso di scioglimento volontario della società. Le Sec. 110 e 111 dell'*Insolvency Act* del 1986 prevedono il diritto di recesso in favore del socio che non abbia votato a favore della deliberazione che autorizza il liquidatore a effettuare la liquidazione tramite cessione dei beni sociali a una società cessionaria.

tipo giudiziale: il giudice, su domanda del socio di minoranza, può ordinare che la partecipazione di quest'ultimo sia acquistata dal socio di maggioranza o dalla società per un prezzo congruo<sup>72</sup>, laddove accerti che il primo abbia subito un *unfair prejudice* dalla condotta del socio di maggioranza<sup>73</sup>. Quantunque il rimedio abbia carattere generale e trovi quindi applicazione per tutti i tipi di *company* disciplinati dall'*Act* del 2006, in pratica, anche in ragione dell'interpretazione datane dalla giurisprudenza, esso è utilizzato prevalentemente in società a compagine ristretta<sup>74</sup>.

Anche in questo caso, le differenze con il recesso proprio dell'ordinamento italiano sono marcate ed evidenti (forse ancora più di quanto non lo siano quelle dei corrispondenti istituti francesi e tedeschi). In primo luogo, il diritto di *sell-out* non è legato all'adozione di un particolare tipo di decisione, ma deriva da uno specifico provvedimento del giudice concesso ad esito di un vittorioso procedimento contenzioso avviato dal socio. Non vi è dunque alcun automatismo nell'attribuzione del diritto, diversamente da quanto avviene nell'ordinamento italiano (e in altri ordinamenti europei), ove il diritto di recesso sorge *ipso iure* per effetto dell'adozione delle delibere (o delle decisioni) per le quali è contemplato. D'altro canto, nell'ordinamento inglese l'attribuzione del diritto di *sell-out* può conseguire anche a decisioni e comportamenti dell'organo amministrativo, diversamente da quanto previsto nel diritto italiano, dove il recesso, quantomeno per quel che

---

ria, la quale si impegni a offrire, quale corrispettivo, non denaro ma azioni, quote, partecipazioni ai profitti e diritti similari, da distribuire poi ai soci della cedente.

<sup>72</sup> V. sec. 996(2)(e).

<sup>73</sup> L'appena menzionato obbligo di acquisto costituisce uno dei cinque provvedimenti "tipici" (ossia espressamente contemplati dalla legge) che il giudice può adottare in questi casi. Si noti, incidentalmente, che il giudice ha la più ampia libertà di determinare i contenuti concreti del rimedio. Stabilisce infatti la Sec. 996(1) che "[i]f the court is satisfied that a petition under this Part is well founded, it may make such order as it thinks fit for giving relief in respect of the matters complained of." L'attribuzione del diritto di *sell-out* è tuttavia il tipo di rimedio di gran lunga più utilizzato nella prassi: v. P.L. DAVIES-S. WORTHINGTON, *Gower's Principles*, cit., 680. Inoltre, l'offerta d'acquisto ad un prezzo equo può essere usata anche in via preventiva, per bloccare la causa intentata dal socio di minoranza ed evitare così i relativi costi (P.L. DAVIES-S. WORTHINGTON, *op. cit.*, 679 s.). Le Corti inglesi, infatti, stabiliscono che il pregiudizio lamentato dal socio non può considerarsi *unfair* ove costui abbia ricevuto un'offerta preventiva di tal tipo (ID, *op. loc. cit.*).

<sup>74</sup> La giurisprudenza ravvisa la sussistenza dell'*unfair prejudice* principalmente ove vi sia stata una violazione, da parte del socio di maggioranza, di accordi di tipo informale fra quest'ultimo e il socio di minoranza (come, ad esempio, quello che garantiva al socio di minoranza una presenza nell'organo amministrativo della società). V. P.L. DAVIES-S. WORTHINGTON, *Gower's Principles*, cit., 666 ss. Com'è evidente, è difficile poter ravvisare la sussistenza di accordi di questo tipo nell'ambito di società ad ampia base partecipativa, dove i rapporti fra soci – e specialmente fra socio di maggioranza e azionisti di minoranza – tendono ad assumere carattere impersonale. Questo, a sua volta, impedisce di fatto il ricorso al rimedio nelle società in questione (*op. cit.*, 667).

concerne le cause legali, è legato a deliberazioni dell'assemblea dei soci<sup>75</sup> o al limite (ci si riferisce alle speciali ipotesi di recesso previste nell'ambito dei gruppi)<sup>76</sup> a decisioni o atti del socio di controllo, risultando da questo punto di vista un rimedio dall'ambito di applicazione più ampio del corrispondente istituto italiano. Infine, il riconoscimento del diritto di *sell-out* è circoscritto alle decisioni e, più in generale, ai comportamenti della maggioranza che, prendendo a prestito categorie dogmatiche proprie dell'ordinamento italiano, presentano carattere abusivo<sup>77</sup>, laddove il recesso proprio dell'ordinamento italiano non richiede che la delibera presenti alcun profilo di illegittimità, nemmeno nella forma della violazione del generale canone di correttezza e buona fede in cui, secondo le ricostruzioni più accreditate, si estrinseca l'abuso della maggioranza nell'odierno diritto societario italiano. La caratteristica da ultimo richiamata, peraltro, avvicina fortemente l'*unfair prejudice remedy* al recesso nelle società di persone (dove la "giusta causa", per interpretazione della giurisprudenza, si estrinseca proprio in comportamenti scorretti degli altri soci)<sup>78</sup> e ai rimedi di tipo risarcitorio, i quali, analogamente a quest'ultimo, presuppongono l'illegittimità della decisione che ha cagionato il danno<sup>79</sup>.

In Spagna, l'istituto del recesso presenta tratti complessivamente più simili a quelli dell'omologo istituto italiano<sup>80</sup>. L'art. 346, primo comma, della recente *Ley*

---

<sup>75</sup> Quanto appena affermato vale anche per la s.r.l., per la quale, com'è noto, il legislatore della riforma ha consentito di derogare al metodo assembleare per l'adozione delle decisioni dei soci. Tutte le ipotesi legali di recesso previste per questo tipo di società prevedono infatti il ricorso obbligatorio alla deliberazione assembleare.

<sup>76</sup> Il punto verrà ripreso anche *infra*, cap. 2, nt. 19.

<sup>77</sup> Il concetto di abuso di maggioranza è estraneo all'ordinamento inglese (diversamente dall'ordinamento francese, che conosce invece la categoria dell'*abus de majorité*). Tuttavia, esso ricalca con sufficiente approssimazione il tipo di comportamenti sanzionati secondo la disciplina dell'*unfair prejudice* e questo ci consente di "applicarlo" alla disciplina inglese.

<sup>78</sup> V., da ultimo, Cass., 8 luglio 2022, n. 21731, in *Mass. giust. civ.*, 2022.

<sup>79</sup> Non è quindi forse un caso che fra i rimedi tipici che il giudice può adottare a fronte dell'*unfair prejudice* vi sia anche l'autorizzazione alla proposizione di "civil proceedings [...] in the name and on behalf of the company" (Sec. 996(2)(c)), fra cui rientrano evidentemente anche le azioni di responsabilità contro gli amministratori, le quali parimenti richiedono un comportamento non solo dannoso, ma altresì illegittimo di questi ultimi (ossia una violazione dei doveri riconnessi al loro ufficio).

<sup>80</sup> Nello stesso senso si esprimono S. ADDAMO, *Diritto di recesso*, cit., 77 ("[I]n Spagna, con la sua articolata disciplina dell'istituto del recesso, risulta notevolmente affine al nostro ordinamento"); P. PISCITELLO, *Recesso*, cit., 11 (il quale osserva come la scelta del legislatore italiano di attribuire al recesso un ruolo centrale nella complessiva disciplina risultante dal d.lgs. 6/2003 trovi una "significativa corrispondenza" nell'ordinamento spagnolo). Per un'ampia e recente disamina della disciplina dell'istituto nell'ordinamento spagnolo v. S. ADDAMO, *op. cit.*, 77 ss. In tema v. altresì C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 17 (in nota), 53 ss., con riguardo al regime spagnolo precedente l'entrata in vigore della *Ley de Sociedades de Capital*; D. GALLETI, *Recesso*, cit., 5, per

de *Sociedades de Capital* (Real Decreto Legislativo 1/2010 del 2 luglio) prevede, quali cause legali di recesso nelle società di capitali, la sostituzione o modifica sostanziale dell'oggetto sociale, la proroga della società, la revoca dello stato di liquidazione (*reactivación de la sociedad*). Ad esse si aggiungono, quali cause legali derogabili, la creazione, modifica o cessazione anticipata dell'obbligo di effettuare prestazioni accessorie e, per le società non quotate e nel rispetto di una serie di condizioni dettagliatamente stabilite dal legislatore, la mancata distribuzione dei dividendi (art. 348 *bis*). Infine, per la società a responsabilità limitata è prevista, quale causa di recesso ulteriore, la modifica del regime di circolazione delle partecipazioni. La *Ley* spagnola stabilisce poi espressamente la possibilità di arricchire il catalogo legale attraverso la previsione di cause statutarie di recesso, la cui introduzione, modificazione o soppressione *ex post* richiede tuttavia il consenso di tutti i soci (art. 347).

Anche il diritto societario europeo, ossia il *corpus* di norme introdotte dal legislatore dell'Unione europea con lo scopo di armonizzare i diritti societari degli Stati membri, fa un utilizzo limitato dell'istituto, circoscrivendone la presenza – anche in questo caso nella forma del diritto di *sell-out* – all'area dell'o.p.a.<sup>81</sup> e a quella delle operazioni di ristrutturazione transfrontaliera (trasformazioni, fusioni, scissioni), recentemente oggetto di armonizzazione<sup>82</sup>.

Negli Stati Uniti, dove il diritto societario ha natura statale e non federale, si registrano una molteplicità di approcci differenti e spesso reciprocamente contrastanti<sup>83</sup>. Nel diritto societario dello stato del Delaware, che com'è noto governa le principali *corporation* quotate e non quotate nordamericane, la principale ipotesi di recesso è rappresentata dalle fusioni<sup>84</sup>. L'istituto sembra invece avere uno spa-

---

l'osservazione, riferita alle discipline italiana e spagnola precedenti le rispettive leggi di riforma del diritto delle società di capitali, secondo cui solo nel diritto spagnolo (e in quello brasiliano) il recesso presenta una "forma assai vicina a quella in cui è presente nell'ordinamento italiano".

<sup>81</sup> V. l'art. 16 della direttiva 2004/25/CE del 21 aprile 2004, concernente le offerte pubbliche di acquisto. Com'è noto, nell'ordinamento italiano la disposizione è recepita all'art. 108 t.u.f., disposizione che prevede in capo all'offerente l'obbligo di acquisto dei titoli oggetto dell'opa da chiunque ne faccia richiesta a seguito del raggiungimento delle soglie del 90 e 95 per cento del capitale della società *target*. Il diritto di *sell-out* in questo caso è vantato dall'azionista non verso la propria società, ma verso un soggetto terzo, caratteristica che lo allontana alquanto, sul piano della fisionomia giuridica, dal diritto di recesso propriamente inteso.

<sup>82</sup> V. *infra*, nt. 91 e 92 e testo afferente, per una succinta descrizione.

<sup>83</sup> V. M. SIEGEL, *Back to the Future*, cit., 81, la quale osserva altresì come esistano ampie divergenze circa le operazioni che fanno sorgere il diritto all'*appraisal*, le procedure da seguire e i criteri di determinazione del *fair value* delle azioni, l'"esclusività" del rimedio, ossia la possibilità di utilizzarlo insieme ad altri rimedi concorrenti. Per un confronto fra diritto di recesso italiano e *appraisal right* statunitense v. P. GUARAGNELLA, *Diritto di disinvestimento: un'analisi comparatistica tra diritto di recesso e appraisal right statunitense*, in *Riv. dir. soc.*, 4/2013, 766 ss.

<sup>84</sup> V. § 262, *Delaware General Corporation Law* (DGCL). La disposizione appena richiamata

zio più ampio nei diritti societari degli stati che hanno scelto di conformarsi al *Model Business Corporation Act* (MBCA)<sup>85</sup>. Nell'MBCA il recesso è riconosciuto, oltreché in occasione delle fusioni, anche per operazioni di *share exchange* e cessione di *asset* aziendali<sup>86</sup>. Inoltre, sia il Delaware che l'MBCA prevedono un'importante eccezione al recesso nelle fusioni: questo è escluso nel caso in cui le azioni del socio dissenziente siano quotate (c.d. *market out exception*)<sup>87</sup>. L'MBCA esclude poi il recesso anche nel caso dei c.d. *cash-out mergers*, ossia le fusioni che determinano l'estromissione dei soci di minoranza, prevedendo in loro favore il pagamento di una somma di denaro invece che l'assegnazione di azioni nella società risultante dalla fusione<sup>88</sup>.

La conclusione che è dato trarre dalla breve disamina appena compiuta è che il recesso italiano rappresenta per una vera e propria anomalia nel panorama internazionale. L'elemento che più colpisce alla luce del confronto con gli altri Paesi è l'elevato numero di casi in cui il recesso è riconosciuto nell'ordinamento italiano<sup>89</sup>. Questa caratteristica attribuisce all'istituto una centralità nella *governance* delle società di capitali che è pressoché unica nel panorama comparato, dove l'istituto, come appena visto, in molti casi risulta relegato all'estrema periferia del governo societario.

---

contempla anche alcune ipotesi ulteriori, la cui rilevanza pratica è tuttavia di gran lunga inferiore (anche in ragione del fatto che gli scopi tipici di queste operazioni sono spesso raggiunti proprio ricorrendo alla tecnica della fusione): si tratta delle operazioni di trasformazione di società diverse dalla *corporation*, sia del Delaware che di altri Stati, in *corporations* dello stato del Delaware (e viceversa: ossia di operazioni di trasformazione di una *corporation* in una *non-corporate entity*, del Delaware o di stato diverso), di trasferimento della sede legale nello stato del Delaware da parte di società incorporate al di fuori degli Stati Uniti e di quelle, speculari, di trasferimento di società incorporate nel Delaware al di fuori degli Stati Uniti.

<sup>85</sup> L'MBCA è una legge-modello ("*model act*"), ossia una compilazione di regole e principi (nel nostro caso di diritto societario) privi di valore cogente, la quale funge, per l'appunto, da modello per i singoli legislatori nazionali, elaborata dall'*American Bar Association*. Ad oggi, trentasei stati americani hanno adottato l'MBCA come proprio diritto societario nazionale. V. [https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/resources/model-business-corporation-act/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/model-business-corporation-act/).

<sup>86</sup> V. § 13.02 MBCA. Per un confronto fra la disciplina dell'MBCA e quella del Delaware v. M. SIEGEL, *An Appraisal of the Model Business Corporation Act's Appraisal Rights Provisions*, 74 *Law & Contemp. Probs.* 231 (2011); J. FISCH, *A Lesson from Startups: Contracting out of Shareholder Appraisal*, 107 *Iowa L. Rev.* 941 (2022), 984 ss.

<sup>87</sup> V. § 13.02 MBCA; § 262 DGCL. Per un resoconto e un quadro aggiornati sull'utilizzo dell'eccezione nei diversi stati nordamericani v. G. MATTHEWS, *The "Market Exception" in Appraisal Statutes*, Harv. L. Sch. Forum on Corp. Gov., 30 marzo 2020.

<sup>88</sup> V. § 13.02(b)(3) MBCA. Il Delaware, invece, riconosce l'*appraisal* nel caso dei *cash-out mergers*. Per una spiegazione in chiave di *public choice* di questa e altre scelte del Delaware v. W.J. CARNEY-K. SHARFMAN, *The Exit Theory of Judicial Appraisal*, 28 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 1 (2023), 27 s.

<sup>89</sup> Ne faremo una ricognizione ragionata (accompagnata da un tentativo di classificazione) al cap. 2, par. 2.

### 5. Alcune considerazioni ulteriori su nascita, evoluzione e caratteristiche di fondo del moderno recesso “della minoranza”

L’*excursus* storico-comparato compiuto nelle pagine che precedono ci consente di mettere in luce alcune caratteristiche del moderno recesso e della sua evoluzione. Emerge in primo luogo la natura ricorrente delle dinamiche che hanno caratterizzato lo sviluppo dell’istituto nei diritti societari nazionali: l’introduzione, in questi, del diritto di recesso “della minoranza” non è avvenuta esclusivamente e una volta per tutte in occasione dell’iniziale passaggio dal regime unanimitario a quello maggioritario per le modifiche del contratto sociale, ma anche in corrispondenza di successivi allargamenti del principio di maggioranza. Questo emerge chiaramente dall’evoluzione storica dell’istituto nel diritto societario italiano, dove si è assistito ad una tale estensione “successiva” proprio in occasione della riforma del diritto societario del 2003: l’introduzione, ad opera del d.lgs. n. 6 del 2003, delle nuove ipotesi di recesso costituite dalla revoca dello stato di liquidazione, dall’introduzione o soppressione di clausole compromissorie e dall’introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni si spiega, sul piano storico, proprio sulla base della volontà di offrire alla minoranza una forma di “compensazione” per la scelta, compiuta dal legislatore della riforma, di sottoporre al regime maggioritario decisioni che nel vigore del codice del 1942 richiedevano (o si riteneva che richiedessero) l’unanimità<sup>90</sup>. Similmente, come già accennato, la recente disciplina europea delle trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere<sup>91</sup> prevede il diritto di recesso dei soci dissenzienti a fronte dell’attribuzione alla maggioranza assembleare del potere di decidere queste operazioni<sup>92</sup>; potere che, prima dell’intervento del legislatore comunitario, in molti ordinamenti europei non esisteva (o la cui esistenza era incerta).

Al tempo stesso, tuttavia – e questo è un aspetto cui raramente è dato adeguato risalto –, le dinamiche che hanno caratterizzato lo sviluppo del recesso negli ordinamenti societari nazionali non sono state esclusivamente di tipo espansivo, ossia

---

<sup>90</sup> Sul punto v. per tutti V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 292 ss.

<sup>91</sup> Direttiva (UE) 2019/2121 del 27 novembre 2019. La direttiva è stata recepita nell’ordinamento italiano con il d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19.

<sup>92</sup> La direttiva discorre di “diritto di alienazione” delle azioni “in cambio di una adeguata liquidazione in denaro”. L’analisi testuale suggerisce che il diritto in questione è vantato dal socio nei confronti della società, la quale risulta pertanto tenuta alla sopra menzionata liquidazione, ed è quindi equiparabile a tutti gli effetti ad un vero e proprio diritto di recesso (la direttiva non prende in considerazione l’ipotesi che il diritto di *sell-out* venga stabilito nei confronti di un soggetto terzo, come ad esempio il socio di controllo, invece che nei confronti della società, cosa che rende incerta l’ammissibilità di una tale soluzione alternativa). V. gli artt. 86-*decies*, 126-*bis* e 160-*decies* della direttiva 2017/1132 del 14 giugno 2017, come modificata dalla direttiva 2019/2121.

tendenti ad ampliare lo spazio di operatività del rimedio (man mano che l'operatività del contrapposto principio di maggioranza veniva accresciuta). Come dimostra di nuovo chiaramente l'evoluzione dell'istituto nell'ordinamento italiano (ed in maniera forse ancora più chiara il dato comparato), i legislatori nazionali sono intervenuti anche per *ridurne* l'ambito di applicazione.

Le osservazioni compiute nelle pagine che precedono rendono poi evidente come alla base della scelta legislativa di introdurre nuove cause di recesso non stia solo l'obiettivo di offrire alla minoranza una forma di tutela sostitutiva rispetto al perduto potere di veto sulla decisione (sul presupposto implicito che questo giovi al governo delle società: aspetto su cui indagheremo ampiamente più avanti)<sup>93</sup>, ma anche quello di facilitare sul piano politico il passaggio dal regime unanimitario a quello maggioritario, questa volta nell'interesse dei gruppi di controllo esistenti (che grazie all'ampliamento del regime maggioritario accrescono il proprio potere), attraverso la previsione di un correttivo a quel potere che, riducendo i possibili effetti redistributivi della riforma, renda la transizione più accettabile da parte degli investitori di minoranza nelle società già costituite e riduca quindi l'opposizione da parte di quanti si facciano portatori sul piano politico degli interessi di questi ultimi<sup>94</sup>.

Infine, la succinta analisi storico-comparata compiuta ai paragrafi che precedono indica chiaramente che fin dal principio, ossia fin dalle prime aperture al principio di maggioranza per le modifiche del contratto sociale, la scelta dei legislatori nazionali è nel senso di non riconoscere il recesso incondizionatamente in occasione di qualsivoglia modifica, come pure la logica del rimedio suggerirebbe, ma di limitarlo solo ad alcune decisioni: quelle che, secondo il loro giudizio, incidono in profondità sui contenuti del contratto, modificando significativamente le caratteristiche originarie della società o dell'impresa che ad essa fa capo<sup>95</sup>. Questa scelta è probabilmente da ricondurre a quattro distinti fattori. In primo luogo, vi è la probabile consapevolezza che il recesso ponga comunque di fatto degli ostacoli

---

<sup>93</sup> V. cap. 2, sez. II.

<sup>94</sup> Avremo occasione di tornare anche su questo aspetto allorché ci interrogheremo sulla effettiva "necessarietà" del recesso in un ordinamento societario, come quello odierno, che riconosce alla maggioranza poteri di modifica dell'originario contratto virtualmente illimitati. In quella sede, offriremo altresì un'ulteriore possibile motivazione per la scelta del legislatore storico di affiancare il recesso all'estensione del principio di maggioranza: v. *infra*, cap. 2, par. 6.

<sup>95</sup> La relativa valutazione è peraltro soggetta a inevitabili margini di opinabilità. Inoltre, come vedremo più avanti, non sempre l'appena accennato criterio è seguito con coerenza dal legislatore. L'idea secondo cui il recesso debba essere limitato alle modifiche significative non caratterizza solo le scelte originarie del legislatore societario. Essa rappresenta un *leitmotiv* che ispira anche gli interventi legislativi più recenti. Nella *Relazione* di accompagnamento alla riforma del 2003, ad esempio, si legge che il recesso costituisce "mezzo di tutela del socio avverso *cambiamenti sostanziali* dell'operazione cui partecipa" (*Relazione al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6*, in *Riv. soc.*, 1/2003, 145) (corsivo aggiunto).

al dispiegarsi del volere della maggioranza<sup>96</sup> e dunque riduca quella flessibilità organizzativa e capacità di adattamento alle mutate condizioni di mercato che l'introduzione del principio di maggioranza vuole potenziare<sup>97</sup>. In secondo luogo, si è probabilmente anche consapevoli del fatto che il recesso può nuocere ai creditori sociali, poiché, come in parte già osservato, esso sovverte il basilare principio del diritto societario secondo cui i soci vantano pretese residuali (ossia postergate rispetto a quelle dei creditori) sui beni della società, ed in special modo su quella frazione del patrimonio netto rappresentata dal capitale<sup>98</sup>. In terzo luogo, è plausibile ritenere che siano proprio le modifiche significative del contratto sociale quelle che recano i rischi maggiori per il socio dissenziente, di talché il rimedio risulterebbe pienamente giustificato solo con riferimento a queste. Nello stabilire che il diritto di recesso sorge solo in relazione a decisioni di questo tipo, il legislatore persegue e implementa una sorta di principio di *materiality*<sup>99</sup>, che limita l'uso del rimedio ai casi in cui ve n'è effettivamente bisogno. Infine, non deve dimenticarsi che il recesso rappresenta pur sempre una *negazione* del principio maggioritario, dacché consente al socio dissenziente di sottrarsi al volere della maggioranza – pur al prezzo di una definitiva uscita dall'organizzazione di cui è parte<sup>100</sup> –, in deroga a quello che è forse il primo e principale corollario del principio, ossia

---

<sup>96</sup> La ragione – intuitiva – è da ravvisarsi negli oneri finanziari che esso impone alla società, i quali possono di fatto impedire o rendere non conveniente l'adozione della decisione. Allorché analizzeremo più nel dettaglio la meccanica del rimedio, avremo modo di constatare che un tale problema risulta significativamente meno grave di quanto non si tenda a credere. V. *infra*, cap. 2, sez. II.

<sup>97</sup> Cfr., *ex multis*, G. GRIPPO, *Il recesso*, cit., 146 (“la regola della modificabilità a maggioranza dell’atto costitutivo [è] tesa a realizzare un’esigenza di prontezza e di speditezza nell’adeguamento dell’assetto societario alle mutevoli condizioni del mercato e dell’impresa”); G. FERRI, *Le società*, cit., 907, per la correlata osservazione che le società di capitali, anche in ragione del loro essere “strutture organizzative [...] destinate a esercitare nel campo economico una funzione duratura se non addirittura permanente”, “si trovano frequentemente nella necessità di adeguare la loro struttura organizzativa, il loro capitale e il loro oggetto alle nuove esigenze che il modificarsi della realtà inevitabilmente propone e di modificare, talora anche radicalmente, le basi sulle quali la società è fondata [...]”.

<sup>98</sup> V. *supra*, par. 1. Torneremo più avanti su questo aspetto (*infra*, cap. 3, par. 12) e avremo modo di constatare come questo rischio, anche alla luce dell’odierna disciplina dell’istituto, risulti ampiamente sopravvalutato.

<sup>99</sup> Com’è ampiamente noto specialmente ai cultori del diritto delle società quotate e dei mercati finanziari, il criterio di *materiality* o rilevanza è un concetto che, in diversi momenti dello speciale “ordinamento” di tali società, contribuisce a individuare le informazioni che queste ultime devono rendere pubbliche.

<sup>100</sup> Questa caratteristica, tuttavia, conduce alcuni a ritenere che il recesso costituisca in realtà una conferma del principio maggioritario: G. FERRI, *Le società*, cit., 631; G. TANTINI, *Le modificazioni dell’atto costitutivo nella società per azioni*, Cedam, Padova, 1973, 158. Più di recente, sulla scorta degli Autori appena richiamati, A. DACCÒ, «Diritti particolari», cit., 35.

che il volere della maggioranza vincola anche la minoranza dissenziente<sup>101</sup>. Prevedere il diritto di recesso in occasione di un numero troppo elevato di decisioni della maggioranza significherebbe in buona sostanza vanificare il principio di maggioranza, negandogli qualsiasi apprezzabile spazio di concreta operatività<sup>102</sup>.

Da questo insieme di fattori nasce probabilmente la scelta di limitare il rimedio a quelle decisioni ritenute capaci di alterare in maniera significativa le caratteristiche originarie dell'iniziativa comune<sup>103</sup>; e nasce altresì da qui l'idea, fuorviante ed in ultima analisi non corretta per le ragioni che avremo modo di illustrare compiutamente più avanti<sup>104</sup>, secondo cui il recesso *si giustifica* quale contrappeso al potere della maggioranza di alterare in maniera significativa gli assetti originariamente pattuiti.

## 6. Piano dell'analisi e principali risultati

Effettuato il necessario inquadramento dell'istituto sul piano storico e comparato, l'analisi si sviluppa come segue. Il prossimo capitolo è dedicato allo studio della funzione del recesso nell'attuale sistema delle società di capitali e del suo ruolo nel governo di queste società. La prima parte del capitolo affronta il tema della funzione del recesso, ripercorrendo il dibattito dottrinale e rivisitando criticamente le diverse ricostruzioni proposte specialmente a seguito della profonda rivisitazione dell'istituto compiuta dal legislatore della riforma del 2003. L'analisi dimostrerà che il recesso è un istituto molto meno eterogeneo rispetto a quanto comunemente ritenuto, che anche a seguito della riforma risulta primariamente finalizzato a tutelare il socio rispetto a decisioni non gradite della maggioranza assembleare o del socio di controllo. Si avrà quindi modo di ridimensionare l'idea che il recesso rappresenti un istituto polifunzionale, non riconducibile ad una *ratio* unitaria, e di smentire la tesi che lo ritiene uno strumento primariamente volto

---

<sup>101</sup> Com'è ben noto, il principio è espressamente codificato al primo comma dell'art. 2377, il quale stabilisce che “[l]e deliberazioni dell'assemblea, prese in conformità della legge e dell'atto costitutivo, vincolano tutti i soci, ancorché non intervenuti o dissenzienti”.

<sup>102</sup> Per considerazioni analoghe v. V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. III, Utet, Torino, 2007, 223 (“un ampliamento eccessivo della possibilità di recesso priverebbe di effettività lo stesso principio di maggioranza”).

<sup>103</sup> Emblematica di questa logica è la scelta di riconoscere il recesso non per qualsivoglia modifica della clausola dell'oggetto sociale, ma solo per quelle che “consent[ono] un cambiamento significativo dell'attività della società” (art. 2437, c. 1, lett. a)). È solo per effetto di queste ultime, infatti, che il socio si ritrova a esser parte di un'iniziativa effettivamente diversa da quella alla quale aveva in origine deciso di aderire.

<sup>104</sup> V. *infra*, cap. 2, par. 5.

ad accrescere le possibilità di disinvestimento del socio e dunque finalizzato a conferire liquidità alla partecipazione sociale. Come avremo modo di constatare, l'unica fattispecie di recesso cui è attribuibile una tale funzione di liquidità è il recesso *ad nutum*, il quale non a caso presenta caratteristiche peculiari che lo differenziano fortemente dalla generalità delle altre ipotesi di recesso.

La rivisitazione critica del tema della funzione del recesso offrirà anche l'occasione per effettuare alcune precisazioni circa l'esatta portata di tale funzione. Si avrà modo di dimostrare che la concezione tradizionale, che ravvisa nell'istituto uno strumento di reazione rispetto a mutamenti sostanziali della società e delle condizioni di rischio dell'investimento del socio, appare per alcuni aspetti fuori fuoco e fuorviante: il recesso non tutela il socio di minoranza rispetto a tali mutamenti "radicali", che al pari di ogni altra decisione sociale possono essere vantaggiosi o svantaggiosi per quest'ultimo, ma dal pregiudizio che la maggioranza può infliggere alla minoranza in occasione (e per il tramite) di questo tipo di operazioni; pregiudizio che, proprio in ragione degli incisivi mutamenti che questo tipo di decisioni usualmente comporta, può essere per quest'ultima estremamente grave.

L'analisi si sposterà quindi sull'esatta meccanica della tutela offerta dal recesso. A questo fine, si effettuerà un confronto con strumenti di tutela in varia misura affini o comunque frequentemente associati al recesso, come il risarcimento del danno e l'alienazione della partecipazione, mettendo in luce le peculiarità del primo, non sempre colte o adeguatamente valorizzate da quanti si sono occupati di questi temi. In particolare, si avrà modo di mettere in luce la profonda diversità che sussiste fra recesso e alienazione della partecipazione, dimostrando come quest'ultima non presenti in alcun modo la medesima efficacia protettiva del recesso rispetto a decisioni sgradite della maggioranza.

La seconda parte del capitolo è invece dedicata allo studio dei rapporti fra recesso e azione della maggioranza. Si cercherà di comprendere se e in che modo il recesso è in grado di indirizzare la maggioranza verso un uso corretto ed efficiente del proprio potere, indagando come la prerogativa incida sulle decisioni inefficienti e dannose per la minoranza e come essa incida su quelle efficienti e non dannose. Si avrà modo di dimostrare che il recesso, per come attualmente costruito, rappresenta un efficace strumento per impedire il compimento di operazioni inefficienti e dannose per la minoranza. Quanto invece all'incidenza del recesso sulle operazioni efficienti e non inique, si vedrà che un ruolo chiave è giocato dai costi di transazione legati al trasferimento delle partecipazioni societarie. Dove quei costi sono bassi, il recesso non incide sulle operazioni creatrici di valore, rivelandosi pertanto uno strumento di controllo e indirizzo del potere della maggioranza altamente efficiente. Al contrario, dove quei costi sono elevati il recesso può concretamente rivelarsi d'ostacolo per tali operazioni. Questo, a sua volta, si ripercuote negativamente sugli incentivi della maggioranza, che sarà scoraggiata dall'intraprendere questo tipo di operazioni. Si avrà anche modo di sottolineare

l'importanza dei criteri di liquidazione ai fini del corretto operare del recesso. Questi devono essere congegnati in modo tale da evitare che il socio riceva più o meno di quanto avrebbe ottenuto attraverso la cessione della partecipazione in assenza della delibera dannosa – un risultato che gli attuali criteri legali non sempre si rivelano capaci di garantire.

L'analisi dimostrerà poi che vi è un altro importante fattore che incide sulla complessiva funzionalità del recesso: la struttura proprietaria della società. Nelle società prive di socio di controllo il recesso risulta uno strumento di tutela sostanzialmente ridondante, perché ripetitivo di un controllo sull'operazione che si è già compiuto in sede assembleare, e capace di ostacolare l'assunzione delle decisioni creatrici di valore (e vantaggiose per l'insieme dei soci). Similmente, il recesso tende a risultare uno strumento comparativamente meno utile dove le maggioranze qualificate per l'assunzione delle decisioni assembleari operano efficacemente quali strumenti per bloccare le decisioni comuni dannose per la minoranza.

La complessiva efficienza e funzionalità del recesso come strumento di governo societario è dunque variabile, poiché legata ai fattori che si sono appena richiamati. La sua efficienza tende ad essere comparativamente maggiore nelle società quotate con un socio di controllo, specialmente ove quest'ultimo possiede una percentuale elevata di diritti di voto. Esso è invece comparativamente meno efficiente nelle società prive di socio di controllo e, per come attualmente costruito, nelle società chiuse, dove, per le ragioni che avremo modo di illustrare, si rivela sistematicamente capace di ostacolare le operazioni creatrici di valore.

Il terzo capitolo affronta il problema dei limiti dell'attuale disciplina del recesso. Un primo inconveniente, che emerge con chiarezza già dall'analisi compiuta al secondo capitolo, concerne i criteri di determinazione del valore di liquidazione. Nelle società chiuse, caratterizzate da elevati costi di trasferimento delle partecipazioni, gli attuali criteri tendono a compensare oltremisura il socio. Questo altera gli incentivi all'esercizio del rimedio, con effetti negativi sulla capacità della società di adottare decisioni creatrici di valore. Tuttavia, anche i criteri di liquidazione propri delle società quotate non sono immuni da difetti. Essi, infatti, in ragione della loro specifica configurazione, non garantiscono al socio una immunizzazione piena rispetto ai possibili effetti negativi della decisione che è causa di recesso e si prestano a operazioni di arbitraggio ad opera della maggioranza, che può sfruttare periodi di prolungato rialzo dei corsi di borsa per attuare decisioni dannose per i soci di minoranza senza che queste inneschino il recesso. Specularmente, poi, i criteri in questione si rivelano capaci di generare effetti di sovra-compensazione che possono ostacolare il compimento di operazioni creatrici di valore.

Un secondo limite, di carattere generale, concerne la scarsa flessibilità dell'attuale disciplina. L'analisi condotta al secondo capitolo indica chiaramente che non esiste un regime ottimale unico valevole per tutte le società di capitali. L'efficienza del recesso, infatti, varia sulla base dei fattori che si sono visti in quella

sede (costi di transazione, struttura proprietaria, esistenza di efficaci strumenti di tutela concorrenti), i quali a loro volta variano da società a società. L'autonomia privata dovrebbe pertanto essere messa in condizione di calibrare la presenza e il peso dell'istituto all'interno della società, riducendone o ampliandone lo spazio a seconda delle specifiche esigenze di questa ed in particolar modo in funzione dell'efficienza relativa del rimedio.

L'elevata rigidità della disciplina, tuttavia, preclude buona parte di questi aggiustamenti. L'inderogabilità *in peius* che connota l'istituto impedisce di ridurre il numero di cause di recesso e di rimodulare i criteri di liquidazione in senso meno favorevole al recedente, precludendo ai soci la possibilità di ridurre lo spazio di operatività del rimedio ove esso risulti in concreto superfluo o d'ostacolo alle operazioni creatrici di valore e di rimediare ai problemi di sovra-compensazione. L'inderogabilità *in melius* (ossia il divieto di arricchire il catalogo legale di cause di recesso), limitata alle società aperte, impedisce ai soci di potenziare il rimedio nonostante si sia visto che è proprio in queste società che esso tende ad operare con maggiore efficienza. Ci si chiederà pertanto se l'appena accennata rigidità abbia alla propria base valide ragioni, ma si perverrà ad una risposta negativa. Si avrà modo di dimostrare che l'inderogabilità *in peius* risulta giustificata solo con riferimento alle modifiche *ex post* al regime del recesso, ossia quelle che intervengono dopo la costituzione della società o l'ingresso in questa di soci di minoranza. Prima di tale momento, invece, non è dato rinvenire alcuna convincente giustificazione in favore della scelta di limitare la libertà contrattuale dei soci. Quanto ai limiti concernenti le modifiche *in melius*, l'analisi rivisita criticamente le principali ragioni addotte a supporto di tale scelta, ossia l'esigenza di evitare effetti di turbativa legati a una troppo facile e frequente possibilità di recesso, quella di garantire adeguata tutela ai creditori e quella di proteggere l'interesse alla conservazione dell'impresa, giungendo anche in questo caso alla conclusione che nessuna di esse offre una giustificazione realmente convincente in favore delle attuali scelte del legislatore.

Il quarto capitolo è dedicato all'individuazione dei correttivi, *de iure condito* e *de iure condendo*, alle disfunzioni e agli inconvenienti messi in evidenza al capitolo terzo. L'analisi mette in luce che a buona parte di quei problemi può porsi rimedio sul piano interpretativo o facendo ricorso all'autonomia statutaria e contrattuale dei soci. Si avrà modo di dimostrare che l'attuale formulazione dei criteri di liquidazione non preclude, quantomeno nelle s.p.a. non quotate, il riconoscimento, in sede di applicazione di quei criteri, di sconti di liquidità e minoranza attraverso cui eliminare gli effetti di sovra-compensazione che essi tendono a produrre e che vi sono validi argomenti per ritenere che le preclusioni legali che impediscono agli statuti di derogare *in peius* alla disciplina legale del recesso non si estendano alle pattuizioni parasociali aventi il medesimo effetto.

Tuttavia, si avrà anche modo di osservare che a non tutti i limiti e difetti del sistema attuale può porsi rimedio in maniera efficace attraverso interpretazioni cor-

rettive o il ricorso all'autonomia statutaria e contrattuale. Questo giustifica un intervento di riforma del sistema attuale che elimini le disfunzioni che si sono individuate e costruisca un regime complessivamente meglio allineato, nei contenuti, a ciò che le parti, nel libero esercizio della loro autonomia privata, stabilirebbero. Le linee portanti di tale regime riformato sono il suo carattere largamente dispositivo in sede di costituzione della società (o comunque prima dell'ingresso in essa di investitori di minoranza) e la previsione di criteri di liquidazione rimodulati che non comportino effetti di sovra- e sotto-compensazione.

Il quinto ed ultimo capitolo affronta il problema della funzione e del ruolo del recesso *ad nutum*. Si è già detto che esso costituisce una forma di recesso peculiare, non riconducibile alla funzione di tutela del socio dissenziente che si è ritenuto di ravvisare nella generalità delle altre ipotesi di recesso. La dottrina tende a ricondurre questa particolare ipotesi di recesso al generale principio civilistico di inammissibilità dei vincoli contrattuali perpetui. L'analisi dimostrerà che una tale ricostruzione non risulta fondata e che il recesso *ad nutum* assolve primariamente ad una funzione di liquidità: esso serve ad assicurare al socio la possibilità di disinvestire in contesti in cui le *exit venues* alternative rappresentate dalla vendita della partecipazione e dallo scioglimento della società sono impraticabili o giuridicamente non disponibili. Esso, tuttavia, genera un effetto di forte instabilità patrimoniale che nuoce allo sviluppo dell'impresa societaria. Le disfunzioni legate alla presenza di questa forma di recesso offrono un forte argomento in favore di interpretazioni che ne restringano l'ambito di applicazione e, in prospettiva di *policy*, in favore di un intervento di riforma che lo trasformi in causa di recesso opzionale, accompagnata da specifici presidi di protezione dei creditori.



## Capitolo 2

### RECESSO E GOVERNO DELLE SOCIETÀ DI CAPITALI

SOMMARIO: *Sezione I.* LA FUNZIONE DEL RECESSO E LA MECCANICA DI FUNZIONAMENTO. – 1. Il problema della funzione del recesso nelle società di capitali. – 2. Il recesso: un istituto meno eterogeneo di quanto non appaia. – 3. Il recesso come strumento di liquidità? Critica. – 4. Alcune considerazioni di sintesi. – 5. I criteri alla base della selezione delle cause di recesso: il recesso come strumento di tutela del socio avverso mutamenti radicali dell'operazione cui partecipa e dunque delle condizioni di rischio dell'investimento? – 6. *Segue:* alcune considerazioni ulteriori su ruolo del recesso e ragioni alla base della sua affermazione. – 7. La meccanica della tutela: il recesso come opzione di vendita che immunizza il socio dalle conseguenze pregiudizievoli delle operazioni che ne legittimano l'esercizio. – 8. Recesso, risarcimento del danno, alienazione della partecipazione. – 9. Alcune brevi riflessioni sul rapporto fra recesso e abuso della maggioranza. – 10. Motivazioni alla base del recesso e motivazioni alla base del voto. – *Sezione II.* RECESSO E AZIONE DELLA MAGGIORANZA. – 11. Introduzione. – 12. Recesso e operazioni inefficienti. – 13. Recesso e operazioni efficienti. – 14. Il ruolo dei costi di transazione. – 15. *Segue:* gli effetti di sovra-compensazione legati all'uso di criteri di liquidazione miranti a garantire al socio il *fair value* della partecipazione. – 16. Alcune considerazioni di sintesi. – 17. Recesso e struttura proprietaria: la dubbia utilità del recesso nelle società a proprietà azionaria dispersa. – 17.1. Ridondanza del rimedio. – 17.2. Problemi di *free riding*. – 18. Recesso e rimedi concorrenti: il caso delle maggioranze qualificate. – 19. Osservazioni conclusive.

#### *Sezione I*

#### LA FUNZIONE DEL RECESSO E LA MECCANICA DI FUNZIONAMENTO

##### 1. *Il problema della funzione del recesso nelle società di capitali*

Sebbene il recesso sia un istituto “classico” del nostro diritto delle società di capitali, le cui caratteristiche di fondo permangono sostanzialmente immutate da quasi un secolo e mezzo (come già osservato, i tratti fondamentali dell'odierno istituto possono farsi risalire al codice del 1882)<sup>1</sup>, ad oggi non vi è unanimità di

---

<sup>1</sup> V. *supra*, cap. 1, par. 3.

vedute circa la sua funzione (“a cosa serve” il recesso nelle società di capitali)<sup>2</sup>. È

---

<sup>2</sup>Lo nota anche M. SPERANZIN, *Criteri di liquidazione della partecipazione nel caso di recesso da s.r.l. e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. civ.*, 3/2016, 878. Come accennato al cap. 1, discusso è altresì l’inquadramento dogmatico dell’istituto (“che cos’è”, giuridicamente, il recesso). A questo riguardo, la dottrina si divide tra fautori di una concezione contrattuale dell’istituto e fautori di una concezione organizzativa. La prospettiva contrattuale riconduce il recesso all’omonimo istituto di diritto dei contratti e lo considera quindi come una forma di scioglimento unilaterale del vincolo contrattuale che lega il socio alla società (in questo senso v. ad es. G. TANTINI, *Le modificazioni*, cit., 158, che qualifica il recesso come “risoluzione volontaria del rapporto sociale quando vengono meno le ragioni che il legislatore ha preventivamente apprezzato come essenziali della partecipazione sociale”; C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 147 ss., che qualifica il recesso (p. 147) come lo “strumento mediante il quale il singolo ha la facoltà di porre un termine finale alla durata del suo coinvolgimento nell’operazione comune”). La prospettiva organizzativa, generalmente fatta propria da quanti contestano la riconduzione del recesso societario alle categorie del diritto dei contratti (v. ad es. D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., 44, il quale sottolinea come il recesso non dia luogo ad alcuna “restituzione” del conferimento, come invece comanderebbe una sua qualificazione in termini di risoluzione del vincolo contrattuale; P. SPADA, *Relazione di sintesi*, in C. MONTAGNANI (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Giuffrè, Milano, 2004, 271, il quale suggerisce di procedere ad una “risemantizzazione della parola recesso” in ragione della non riconducibilità dell’istituto ad un “atto unilaterale che provoca un effetto risolutivo di un rapporto”; A. PACIELLO, *Il diritto di recesso nella s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. dir. comm.*, 4-6/2004, 417 s.), muove generalmente dalla premessa che la società è una “organizzazione” composta da più membri o individui. Coerentemente con tale premessa, il recesso viene qualificato come strumento di uscita del membro dal gruppo: mutuando le parole di uno dei sostenitori di tale concezione, come “tecnica che ha l’obiettivo di consentire al socio in presenza di determinati presupposti di abbandonare la posizione di componente di una collettività organizzata per l’esercizio dell’impresa” (P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 27 (per questa ragione l’Autore definisce il recesso societario “recesso organizzativo”, marcandone la differenza con il recesso proprio del diritto dei contratti)). Appartiene al filone delle teorie volte a illuminare la natura giuridica del recesso anche quella che lo inquadra come “atto strutturalmente di disinvestimento” (così C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 145; sembra porsi nel medesimo ordine di idee anche A. PACIELLO, *Il diritto*, cit., 423, laddove definisce il recesso (nella s.p.a.) come “segmento normativo della più ampia disciplina del finanziamento a titolo di capitale di rischio [...]”; l’idea sembra possa farsi risalire a G. FERRI jr, *Investimento*, cit., 154 ss., il quale qualifica il recesso come “«diritto» a disinvestire” (p. 157) in presenza di decisioni che comportino una “modificazione essenziale dell’investimento” (p. 158)). Tutte le ricostruzioni appena richiamate possiedono un indubbio nucleo di verità e anche per tale ragione non è detto che debbano necessariamente escludersi a vicenda. D’altra parte, la società presenta un evidente polimorfismo giuridico (è difficilmente contestabile che la società sia un prodotto dell’autonomia privata, come tale riconducibile alla generale categoria del contratto, ma che al contempo sia anche una organizzazione, nel senso sopra richiamato), sicché le appena richiamate divergenze appaiono a conti fatti in larga misura riconducibili alla diversa angolazione da cui viene visto il fenomeno giuridico società. Piuttosto, il limite maggiore degli approcci appena richiamati – e la ragione per la quale ci si è limitati a un loro sintetico richiamo in luogo di una trattazione più approfondita – è rappresentato dal fatto che essi risultano incapaci di gettare luce sulla funzione dell’istituto. Questo, com’è intuitivo, deriva dall’approccio “ontologico” che caratterizza le prospettive in esame. In esse la domanda che guida l’analisi e lo sforzo di ricostruzione non è “a cosa serve il recesso” (prospettiva che orienta la presente analisi), ma “cosa esso sia” (giuridicamente) e come si collochi nell’ambito di più generali categorie dogmatiche.

importante notare, tuttavia, che tali divergenze sono alquanto recenti ed appaiono essere il frutto della profonda rivisitazione dell'istituto compiuta dalla riforma del 2003: fino a quel momento, era sostanzialmente pacifico che il recesso assolvesse ad una funzione di tutela del socio di minoranza rispetto a decisioni della maggioranza ritenute capaci di modificare in profondità la società e l'impresa da essa esercitata<sup>3</sup>. Il recesso era visto come rimedio "estremo" attraverso cui consentire al socio di reagire a tali radicali mutamenti non voluti, offrendogli la possibilità di sciogliere il legame partecipativo (o abbandonare il gruppo di cui è parte, se si predilige la prospettiva organizzativa)<sup>4</sup> nel momento in cui la maggioranza si appresta a trasformare l'originaria iniziativa comune in qualcosa di nettamente diverso<sup>5</sup>.

A seguito della riforma, tale unanimità di vedute viene meno e la dottrina si divide in tre distinti filoni. Una parte – forse maggioritaria – continua a ravvisare nel recesso, in linea con l'impostazione tradizionale, uno strumento di tutela della minoranza dissenziente rispetto a operazioni capaci di alterare in profondità la società (le condizioni alle quali il socio aveva originariamente aderito all'iniziativa); cambiamenti che per alcuni sarebbero tali da alterare le (originarie) condizioni di rischio dell'investimento<sup>6</sup> e per tale motivo giustificherebbero l'uscita del socio dissenziente. A questa tesi se ne contrappone un'altra, che considera il recesso uno strumento primariamente finalizzato a conferire liquidità alla partecipazione, ossia a consentire al socio di disinvestire quando non esiste un attivo mercato secondario delle partecipazioni societarie<sup>7</sup>. Infine – ed è opinione diffusa soprattutto

---

<sup>3</sup> V. V. DI CATALDO, *Tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Giappichelli, Torino, 2018, 67.

<sup>4</sup> Sulla contrapposizione fra visione contrattuale e visione organizzativa dell'istituto v. *supra*, nt. 2.

<sup>5</sup> V. per tutti D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., 82; G. GRIPPO, *Il recesso*, cit., 137 s. Una tale concezione era comunemente accettata anche nella vigenza del codice di commercio del 1882 (v. sul punto A. VIGHI, *I diritti*, cit., 74 s.; G. DONADIO, *Il recesso*, cit., 1 s.) e può farsi risalire, nel suo nucleo concettuale, al periodo in cui il recesso si afferma nel diritto societario in risposta all'affermazione del principio maggioritario (v. *supra*, cap. 1, par. 2.2). Visto dalla prospettiva in esame, il recesso segna una reviviscenza dei principi contrattuali generali, ed in special modo dell'idea che non si possa rimanere vincolati contrattualmente a qualcosa di completamente diverso da ciò cui si era originariamente aderito – corollario del principio di mutuo consenso nella formazione e successiva modificazione del contratto –, ed un corrispondente parziale arretramento del principio di maggioranza, che, come già visto, ha quale principale implicazione la regola secondo cui il volere della maggioranza vincola anche la minoranza. Cfr. sul punto G. TANTINI, *Modificazioni*, cit., 156, il quale osserva che "il recesso è uno di quei terreni dove più fortemente confliggono il momento contrattuale ed il momento organizzativo della società, o in altri termini, in cui più fortemente si palesa l'incidenza del contratto sull'organizzazione".

<sup>6</sup> V. gli autori citati alla successiva nt. 50.

<sup>7</sup> V. gli autori citati alla successiva nt. 21.

to fra i primi commentatori della riforma del 2003 –, vi è chi ritiene che il recesso costituisca un istituto polifunzionale<sup>8</sup>.

Nei paragrafi che seguono rivisiteremo criticamente queste ricostruzioni e avremo modo di dimostrare che la tesi corretta rimane quella tradizionale, che considera il recesso uno strumento primariamente finalizzato alla tutela del socio di minoranza.

## 2. Il recesso: un istituto meno eterogeneo di quanto non appaia

Come accennato poc'anzi, un primo insieme di autori ritiene che il recesso non sia riconducibile a una *ratio* o matrice unitaria<sup>9</sup>. Una tale convinzione – malriposta per le ragioni che subito diremo – deriva probabilmente dall'intrinseca diversità degli atti e dei fatti assunti dal legislatore quale causa di recesso e della diversità di ragioni che stanno alla base della composizione dell'attuale catalogo di cause.

---

<sup>8</sup> V. gli autori citati alla successiva nt. 9.

<sup>9</sup> In questo senso, seppur con varietà di accenti e argomenti, v. V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio*, cit., 292 (secondo cui quella del recesso è una “disciplina che, sottoposta ad un’analisi di dettaglio, non presenta una univocità di ispirazione né una intrinseca coerenza che consenta di ricondurla ad una *ratio* unitaria”); G.V. CALIFANO, *Il recesso nelle società di capitali*, Cedam, Padova, 2010, 4; V. DI CATALDO, *Il recesso del socio*, cit., 222 s. (“le nuove regole [sul recesso] non sono facilmente riconducibili ad un disegno organico unitario e coerente, ed occorre piuttosto confessare la presenza, nel quadro normativo, di una pluralità di ragioni diverse, non sempre fra loro armonizzabili”, ragion per cui il ruolo dell’istituto è da considerarsi “multiforme”); ID., *Tutela delle minoranze*, cit., 71 (secondo il quale il recesso ha oggi una “struttura polivalente” e, più nello specifico, una “doppia anima”, rappresentata dall’essere “da un lato [...] (e direi soprattutto) uno strumento di tutela delle minoranze dissenzienti, dall’altro, [...] uno strumento di rinegoziazione del progetto societario”); A. DACCÒ, «Diritti particolari», cit., 36; D. FICO, *Il diritto di recesso del socio nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2024, 3 (che definisce “multiforme” il ruolo dell’istituto); C. GRANELLI, *Il recesso dalle società lucrative di capitali a dieci anni dalla riforma*, in *Giur. comm.*, 5/2013, I, 865 (che sottolinea la «diversità della “ratio” sottostante alle singole ipotesi legali di recesso» [corsivo nel testo originale]); S. GUIZZARDI, *Il recesso del socio*, in M. BIONE-R. GUIDOTTI-E. PEDERZINI (a cura di), *La nuova società a responsabilità limitata*, Cedam, Padova, 2012, 208; P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 23 (il quale sottolinea come “l’istituto svolga funzioni eterogenee, non riconducibili ad un’unica matrice”); S. ADDAMO, *Diritto di recesso*, cit., 15; F. FORNASARI, *Recesso e «diritti di voto» delle azioni o degli azionisti?*, in *Giur. comm.*, 1/2017, II, 160; M. CERA, *La disciplina del recesso da società di capitali tra pluralità di fattispecie ed interessi divergenti*, in M. CERA-P.F. MONDINI-G. PRESTI (a cura di), *La riforma del diritto societario nella «giurisprudenza delle imprese»*, Atti del convegno di Milano, 26 novembre 2015, Giuffrè, Milano, 2017, 176 (per l’osservazione che «la [...] funzione economico-giuridica del recesso nella s.p.a. deve essere correlata alla fattispecie societaria reale» [cosa che implica, verosimilmente, che all’istituto non possa essere riconosciuta una funzione unitaria: n.d.a.]). L’osservazione secondo cui il recesso non assolverebbe una funzione unitaria, peraltro, non è propria esclusivamente della letteratura italiana: v., ad es., H. KANDA-S. LEVMORE, *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law*, 32 *UCLA L. Rev.* 429 (1985), 433 ss. (ove una panoramica delle diverse funzioni di volta in volta attribuite al recesso).

Quanto al primo profilo, il recesso è in effetti previsto per un ampio e composito insieme di cause. Così – e senza alcuna ambizione di fornire una catalogazione esaustiva –, esso è riconosciuto:

a) in occasione di decisioni che appartengono alla sfera societario-partecipativa e dunque al piano dei rapporti giuridici che legano i soci alla società e a quello, correlato, dei loro diritti e delle loro prerogative individuali. Queste decisioni costituiscono il gruppo più numeroso e possono a loro volta suddividersi in: *i*) decisioni che producono modifiche ad ampio spettro nelle regole di funzionamento della società (è il caso del cambiamento del tipo sociale e della reincorporazione all'estero); *ii*) decisioni che incidono, in via più specifica, su singoli diritti o facoltà individuali (è il caso della modifica dei diritti di voto o di partecipazione e quello dell'introduzione di vincoli alla circolazione delle azioni)<sup>10</sup> o sulla complessiva posizione del socio in rapporto agli altri soci (è ad esempio il caso degli aumenti di capitale che prevedono l'offerta delle partecipazioni di nuova emissione a terzi). Fra questo tipo di decisioni, ricoprono una posizione peculiare le ipotesi di recesso legate alla modifica della disciplina del recesso (eliminazione di una o più cause di recesso derogabili o convenzionali, modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione), finalizzate a tutelare il socio – proprio attraverso il recesso – rispetto a mutamenti in senso peggiorativo della relativa disciplina<sup>11</sup>;

b) in occasione di operazioni che afferiscono principalmente alla dimensione dell'impresa, ossia che incidono principalmente sul piano dell'attività esercitata dalla società (così è per il recesso riconosciuto a seguito della modifica della clausola dell'oggetto sociale o di operazioni che ne comportino la modifica e per il recesso da inizio e cessazione dell'attività di direzione e coordinamento)<sup>12</sup>;

---

<sup>10</sup> Alle decisioni che incidono su prerogative e facoltà individuali del socio può probabilmente essere ricondotta anche la speciale ipotesi di recesso riconosciuta ai soci di una PMI quotata che non abbiano concorso alla deliberazione che modifica la soglia che fa scattare l'obbligo di o.p.a. (art. 106, comma primo-ter, t.u.f.). La decisione in questione, infatti, incide su quella speciale prerogativa del socio di società quotata rappresentata dal diritto di vendere le proprie azioni in occasione del trasferimento del controllo sulla società. L'ipotesi di recesso in questione, peraltro, presenta chiare analogie con le ipotesi di recesso previste dal codice civile per le modifiche alla disciplina del recesso (richiamate subito oltre nel testo): come per queste ultime, infatti, anche nel caso in esame si è di fronte al riconoscimento di un diritto di recesso a fronte di decisioni che incidono sul diritto di *exit* del socio (realizzato in questo caso attraverso il riconoscimento di un diritto di *sell-out*, invece che di recesso in senso proprio).

<sup>11</sup> Come vedremo anche oltre, le ipotesi di recesso in questione rivestono anche un ruolo fondamentale nel garantire la complessiva effettività e "credibilità" del sistema del recesso quale tecnica di tutela del socio di minoranza. V. *infra*, cap. 3, par. 11, e spec. nt. 71.

<sup>12</sup> Le decisioni di ingresso e uscita dal gruppo presentano peraltro anche indiretti riflessi sul piano societario, poiché comportano l'"attivazione" o "disattivazione" della speciale responsabilità ex art. 2497 c.c., oltreché delle altre più specifiche previsioni previste agli artt. 2497-*bis* ss. c.c.

c) in occasione di operazioni “ibride”, che incidono tanto sul piano dell’impresa (prevalentemente attraverso una modifica della composizione del patrimonio sociale), quanto su quello societario-partecipativo, attraverso modifiche, prevalentemente indirette, nei diritti dei soci e nei loro rapporti reciproci (è il caso del recesso riconosciuto ai soci di s.r.l. in occasione di fusioni o scissioni)<sup>13</sup>.

Come accennato, diverse sono anche le ragioni “storiche” alla base della scelta di inserire un dato “fatto” nel novero delle cause di recesso. A questo proposito, si è già messo in evidenza che alcune cause di recesso (ci si riferisce alla revoca dello stato di liquidazione, all’introduzione o soppressione della clausola compromissoria e all’introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni) sono state introdotte come “contropartita” o “misura compensativa” a fronte della scelta del legislatore della riforma di attribuire alla maggioranza il potere di adottare la relativa decisione; potere che in precedenza la maggioranza non possedeva (o era dubbio che possedesse)<sup>14</sup>.

La diversità dei singoli fatti assunti a causa di recesso e la varietà delle ragioni che spiegano la presenza di una data causa nel catalogo legale sono verosimilmente alla base dell’idea che il recesso risultante dalla riforma del 2003 non sia più riconducibile ad una *ratio* unitaria, come lo era in precedenza, ma sia invece un istituto che risponde a finalità e protegge interessi irriducibilmente diversi<sup>15</sup>.

L’ appena accennata percezione di irriducibile eterogeneità, tuttavia, scompare se si adotta una visuale “aerea” non eccessivamente focalizzata sulle singole cause e le loro (inevitabilmente idiosincratiche) caratteristiche. Adottando tale prospettiva è possibile ravvisare una precisa matrice comune alle molteplici cause di recesso previste dall’attuale diritto societario: con l’eccezione del recesso ad *nutum* e di poche altre ipotesi “minori” di cui ci occuperemo più avanti<sup>16</sup>, in tutti i

<sup>13</sup> Come già osservato, il diritto di recesso non è invece riconosciuto nel caso di fusione o scissione di società per azioni. Fa però eccezione il caso delle fusioni e scissioni transfrontaliere, per le quali gli artt. 25 e 42, secondo comma del d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19, prevedono, in applicazione delle disposizioni della già richiamata direttiva 2019/2121, il diritto di recesso in favore dei soci che non hanno concorso all’approvazione del progetto di fusione o scissione.

<sup>14</sup> V., sul punto, V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 292 ss.; A. DACCÒ, «Diritti particolari», cit., 38; G. MARASÀ, *Commento agli artt. 2437 ss.*, in F. D’ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, t. 2, Piccin, Padova, 2011, 783 s. V. altresì *supra*, cap. 1, par. 3.

<sup>15</sup> V. gli autori citati *supra*, nt. 9.

<sup>16</sup> Si tratta del recesso riconosciuto al socio di s.p.a. e di s.r.l. in presenza di clausole statutarie che pongono limiti alla circolazione delle azioni o della quota, per il caso in cui effettivamente impediscano la cessione della partecipazione. Come avremo modo di dimostrare più avanti (v. cap. 5, par. 5), si tratta di ipotesi di recesso funzionalmente analoghe al recesso *ad nutum*. Vi è poi un’ulteriore ipotesi di recesso, per vero marginale, che presenta una logica e una funzione peculiare, non riconducibile né a quella propria del recesso *ad nutum*, né a quella propria della generalità delle altre ipotesi di recesso. Si tratta del recesso riconosciuto al socio in caso di minusvalenza del conferimen-

casi esso è riconosciuto al socio a fronte di decisioni della maggioranza rispetto alle quali il primo non abbia prestato il proprio assenso (o sulle quali non abbia potere di incidere). Così è in primo luogo e per definizione per le ipotesi di recesso – la maggior parte – legate a particolari deliberazioni dell'assemblea, ove il recesso è assegnato a quanti (la minoranza) non abbiano espresso il proprio assenso alla decisione<sup>17</sup>. Ma lo stesso può dirsi per le cause di recesso che non originano da deliberazioni assembleari<sup>18</sup>, quali sono ad esempio quelle previste in materia di gruppi. Queste, infatti, sono sempre legate ad atti, decisioni o comportamenti del socio esercente attività di direzione e coordinamento su cui il socio di minoranza non ha, evidentemente, alcun tipo di controllo<sup>19</sup>.

In tutti questi casi, il recesso è normativamente costruito come strumento di

---

to in natura (art. 2343, quarto comma): questa particolare ipotesi di recesso appare riconducibile a una vicenda di sostanziale mancato perfezionamento del contratto sociale, dovuto al disaccordo “sopravvenuto”, fra società e socio, circa il valore da assegnare al bene in natura e dunque circa il corretto corrispettivo spettante al socio a fronte di quel conferimento; disaccordo che proprio poiché sopravvenuto, ossia successivo alla formale stipulazione del contratto, giustifica il ricorso ad uno strumento di scioglimento del rapporto, qual è appunto il recesso. In tema v. G. GRIPPO, *Il recesso*, cit., 134 s., 136 (in nota); P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, 42 s.

<sup>17</sup> Può essere utile precisare che appartiene a tale categoria anche il diritto di recesso previsto nella s.r.l. in favore del socio che non ha consentito “al compimento di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell’oggetto della società determinato nell’atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti attribuiti ai soci a norma dell’articolo 2468, quarto comma”. Le decisioni concernenti il compimento di tali operazioni, infatti, per quanto non incidano formalmente sul contenuto dell’atto costitutivo, appartengono comunque, per espressa previsione del codice (v. art. 2479, secondo comma, n. 5, e quarto) alla inderogabile competenza dell’assemblea.

<sup>18</sup> Anche questa rappresenta una novità della riforma. Il cambiamento è enfatizzato da M. BIONE, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in P. ABADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. III, Utet, Torino, 2007, 206 s., il quale considera “il venir meno della stretta interrelazione tra delibera assembleare e attribuzione della facoltà di *exit*” “un vero e proprio momento di rottura rispetto al sistema previgente” (p. 206).

<sup>19</sup> Secondo quanto disposto dall’art. 2497-*quater*, gli atti, decisioni e comportamenti in questione sono: *a*) la decisione, da parte della società o ente capogruppo, di effettuare una trasformazione implicante il mutamento del proprio scopo sociale e quella di modificare il proprio oggetto sociale in modo da permettere l’esercizio di attività che alterino in modo sensibile e diretto le condizioni economiche e patrimoniali della società eterodiretta; *b*) la violazione dei principi che presidono al corretto esercizio dell’attività di direzione unitaria, ai quali consegue la condanna dell’ente capogruppo ai sensi dell’art. 2497; *c*) l’inizio e la cessazione dell’attività di direzione e coordinamento. Com’è evidente, si tratta di decisioni e comportamenti appartenenti esclusivamente alla sfera del soggetto controllante, che incidono sulla società eterodiretta senza che questa abbia assunto alcuna formale deliberazione. L’ipotesi di cui alla lett. *b*), peraltro, presenta alcune peculiarità, ponendosi quale strumento di reazione e sanzione non tanto rispetto ad un atto o una decisione specifici, quanto rispetto a un comportamento del socio di controllo che si è rivelato complessivamente contrario ai principi di correttezza che governano i rapporti fra soci. V. quanto osservato *infra*, nt. 82.

“risposta” alla decisione, da parte di quanti non abbiano espresso il proprio assenso ad essa o, più in generale, non vi abbiano contribuito, come emerge chiaramente da due elementi: *a*) l'appena ricordata caratteristica di essere riconosciuto in favore di quanti non abbiano espresso voto favorevole alla deliberazione che ne è causa o, per i casi in cui esso non risulta legato a una deliberazione assembleare, dall'essere comunque riservato, esplicitamente o implicitamente, ai soci non appartenenti al “gruppo di controllo”; *b*) il termine di decadenza (breve) che ne caratterizza l'esercizio, decorrente proprio dal compimento dell'atto che ne legittima l'esercizio, elemento che evidentemente rafforza il legame sussistente fra recesso e decisione della maggioranza.

Quanto appena osservato ci permette di ridimensionare significativamente l'idea secondo cui il recesso costituisce un istituto eterogeneo, privo di una matrice comune, e offre un primo, solido argomento in favore della tesi che ravvisa in esso uno strumento primariamente volto alla tutela del socio dissenziente (e dunque della minoranza) rispetto a decisioni della maggioranza considerate lesive del proprio interesse. Come già sottolineato, questa costituisce la visione tradizionale dell'istituto, risalente al periodo in cui esso fa la propria (ri)comparsa nel diritto societario, come “contrappeso” per l'estensione del principio maggioritario alle delibere di modifica dell'atto costitutivo<sup>20</sup>, e condivisa in via pressoché unanime dalla dottrina fino alla riforma del 2003.

### 3. Il recesso come strumento di liquidità? Critica

Oggi, tuttavia, non tutti i commentatori condividono l'idea che il recesso assolva ad una funzione di tutela della minoranza. Vi è infatti chi attribuisce all'istituto una funzione di liquidità: il recesso avrebbe lo scopo primario di offrire al socio la possibilità di disinvestire quando l'opzione rappresentata dalla cessione della partecipazione risulta difficile o del tutto impraticabile<sup>21</sup>. Il rico-

<sup>20</sup> V. *supra*, cap. 1, par. 3.

<sup>21</sup> V., ad es., A. PACIELLO, *Il diritto*, cit., 417 s., 439, il quale ritiene che, a seguito dei mutamenti intervenuti per effetto della riforma del 2003, l'istituto debba essere considerato da una prospettiva di tipo finanziario ed inteso, coerentemente con questa premessa, come “segmento normativo della disciplina dell'investimento” (p. 12) e “tecnica (alternativa) per rendere più liquida la partecipazione del socio” (p. 418); L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005, 89 (che attribuisce al recesso la funzione di “consentire al socio un agevole disinvestimento”); ID., *Art. 2473*, in P. BENAZZO-S. PATRIARCA (diretto da), *Codice commentato delle s.r.l.*, Utet, Torino, 2006, 289 (“la funzione del recesso è in gran parte complementare rispetto alla possibilità di vendere la propria quota, ed è quella di permettere un agevole disinvestimento [...]”); P. PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2-3/2005, 518 (“Accade talvolta che l'*exit* del socio non possa essere realizzato con la cessione sul mercato della partecipazione sociale e sorge pertanto la necessità di prevedere tecniche di disinvestimento”).

noscimento di questo “diritto al disinvestimento” sarebbe a propria volta funzionale a favorire l’*entry*, ossia l’investimento e dunque l’afflusso di capitale di rischio<sup>22</sup>, con l’effetto ultimo di una complessiva riduzione del costo del capitale per la società.

Sul piano normativo, l’idea in questione trova principalmente conforto nel fatto che, nell’attuale sistema, il recesso risulta riconosciuto in termini meno ampi là dove il disinvestimento tramite cessione della partecipazione risulta più agevole e in termini più generosi dove invece quest’ultima opzione è difficilmente praticabile o di fatto non praticabile<sup>23</sup>. Il recesso è infatti riconosciuto in termini comparativamente più restrittivi nelle società quotate, dove per l’appunto il disinvestimento è garantito dall’esistenza di un efficiente mercato delle partecipazioni<sup>24</sup>. Ad esempio, in queste società non è consentito ampliare convenzionalmente il novero di cause di recesso previste dalla legge (art. 2437, quarto comma) e non è permesso il recesso *ad nutum* nel caso in cui la società sia contratta a tempo indeterminato (terzo comma). Entrambe le limitazioni troverebbero spiegazione nel fatto che in queste società l’interesse del socio al disinvestimento trova già adeguata tutela nell’esistenza di un attivo mercato secondario delle partecipazioni. Specularmente, nelle società non quotate queste limitazioni non trovano spazio, perché il disinvestimento tramite cessione della partecipazione a

---

stimento diverse dal trasferimento della quota. Alla soddisfazione di tale esigenza è volto l’istituto del diritto di recesso [...]).

<sup>22</sup> Che il recesso sia in definitiva funzionale a tale obiettivo è affermato da molti: v., ad es., S. CARMIGNANI, *Art. 2437-ter*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, t. II, Giappichelli, Torino, 2003, 890 (“Il recesso ha la funzione di incentivare l’investimento nelle società”); L. DELLI PRISCOLI, *L’uscita volontaria*, cit., 8, il quale riconnette l’introduzione di nuove ipotesi legali di uscita dalla società ad opera della riforma alla finalità di attrarre investimenti; D. GALLETI, *Art. 2437*, cit., 1491, per la generale osservazione secondo cui “tanto più ampie sono le possibilità di liquidare l’investimento prima della sua conclusione «naturale», quanto più è incentivato l’ingresso in società”. L’idea che l’*exit* incentivi l’*entry* è espressa chiaramente già in T. ASCARELLI, *Corso*, cit., 34 s., il quale osserva che “un investimento è tanto più facile quanto più semplice è per chi ha investito la possibilità di disinvestire”. In giurisprudenza v. Cass., 29 gennaio 2024, n. 2629, in *Riv. dir. comm.*, 1/2024, II, con nota di C. ANGELICI, *Orientamenti e questioni in tema di diritto di recesso*, 111 ss., a p. 122 (ove si afferma che costituisce “un dato acquisito che la propensione all’investimento tanto più aumenta, quanto più l’investitore sia certo della possibilità di un rapido disinvestimento”).

<sup>23</sup> Cfr., sul punto, A. PACIELLO, *Il diritto*, cit., 419, secondo il quale è proprio l’assenza di un efficiente mercato secondario delle partecipazioni a spiegare la maggiore estensione delle ipotesi di recesso nelle società chiuse. Non può escludersi, peraltro, che proprio l’idea che il recesso costituisca una sorta di sostituto funzionale dell’alienazione della partecipazione abbia ispirato, almeno in parte, le scelte del legislatore della riforma. Deve però notarsi che esistono spiegazioni alternative altrettanto convincenti: v. *infra*, nt. 30 e testo corrispondente.

<sup>24</sup> V., sul punto, C. ANGELICI, *La riforma*, cit., 87 ss., per una puntuale ricognizione dei casi in cui la possibilità di *exit* tramite cessione della partecipazione sul mercato comprime il riconoscimento del diritto di recesso.

terzi è spesso di fatto reso difficile dall'assenza di tale mercato, ragion per cui il socio viene "compensato" con una disciplina che riconosce la facoltà di recesso in termini più generosi<sup>25</sup>.

Qualche elemento in favore della tesi in esame è inoltre ricavabile dall'evoluzione storica del diritto di recesso delle società di capitali. Abbiamo già visto che nelle Compagnie delle Indie all'azionista era originariamente riconosciuto il diritto al rimborso del capitale investito (e degli eventuali profitti conseguiti dall'impresa) a scadenze predeterminate e che quel diritto scomparire contestualmente all'affermarsi del principio di libera trasferibilità delle azioni e allo sviluppo delle borse<sup>26</sup>. Sul piano storico esiste dunque un preciso legame fra recesso e possibilità di alienare le azioni sul mercato: dove vi è la seconda, il primo fa un passo indietro. Questo, a sua volta, confermerebbe l'idea che l'istituto assolve ad una funzione di liquidità, operando quale sostituto funzionale dell'alienazione della partecipazione ove tale opzione non è in concreto disponibile.

L'idea che il recesso nelle società di capitali assolve a una funzione di liquidità, tuttavia, non convince<sup>27</sup>. La principale ragione risiede nel fatto, già ampiamente sottolineato al paragrafo che precede, che la massima parte delle cause di recesso previste dal legislatore è legata ad una deliberazione assembleare o comunque

---

<sup>25</sup> Questo contribuirebbe altresì a spiegare la particolare ampiezza e incisività del regime del recesso nella s.r.l., ravvisata da alcuni autori (M. STELLA RICHTER JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 4-6/2004, 404 s., il quale osserva come l'istituto svolga un ruolo "diverso e più penetrante" in questo tipo di società e come l'autonomia privata abbia conseguentemente spazi ben più ampi per ampliare la portata dell'istituto, ad esempio prevedendo un generico diritto di recesso per giusta causa (su cui v. anche *infra*, cap. 3, nt. 91); L. DELLA TOMMASINA, *La nozione di società contratta a tempo indeterminato: il regime del disinvestimento tra società di capitali e società di persone*, in *Riv. soc.*, 1/2020, 108, che sottolinea l'"estrema latitudine che la disciplina legale della s.r.l. conferisce oggi al recesso"). Limitando l'analisi al regime legale e prescindendo quindi dagli spazi concretamente riservati all'autonomia privata nella s.r.l. e nella s.p.a., deve osservarsi che la differenza nell'ampiezza dell'ambito di applicazione dell'istituto nei due tipi di società risulta in realtà meno marcata rispetto a quanto non appaia a prima vista. Infatti, sebbene nella s.p.a. il recesso non sia riconosciuto per fusioni, scissioni e aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, come invece avviene per la s.r.l., in quest'ultima manca una previsione analoga, per ampiezza, alla lett. g) dell'art. 2437, primo comma, che com'è noto riconosce al socio di s.p.a. il diritto di recesso in occasione di qualsiasi modificazione dello statuto concernente i diritti di voto o di partecipazione. Cfr. sul punto R. SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in *Riv. dir. civ.*, 1/2004, 78, il quale, preso atto dell'ambito applicativo ben più circoscritto del recesso per "rilevante modificazione dei diritti attribuiti ai soci a norma dell'articolo 2468, quarto comma" (art. 2473, primo comma), osserva come nella s.r.l. manchi "una norma inderogabile che consenta il recesso nell'ipotesi in cui il vastissimo spazio lasciato all'autonomia statutaria [...] venga utilizzato per configurare un assetto di *governance* penalizzante per la minoranza".

<sup>26</sup> V. *supra*, cap. 1, par. 2.1.

<sup>27</sup> Analoghe perplessità solleva P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 21 ("appare ragionevole dubitare che il recesso [...] svolga sempre una funzione di disinvestimento").

a una decisione o a un comportamento del socio di controllo; deliberazione o decisione che, evidentemente, possono non essere adottate mai. Se lo scopo del recesso è rendere liquido, ossia agevolmente monetizzabile, un bene – la partecipazione societaria – altrimenti non agevolmente trasformabile in denaro, non si vede perché il suo operare debba risultare agganciato a fatti del tutto indipendenti dal volere del soggetto – il singolo socio desideroso di liquidare il proprio investimento – nel cui interesse l'istituto è chiamato ad operare.

Si consideri poi la particolare costruzione normativa dell'istituto, ed in particolare modo il fatto che esso risulta riconosciuto in termini meno ampi per le società quotate (caratteristica che, come visto poc'anzi, può essere intesa come indice del fatto che il recesso assolva ad una funzione di liquidità). Una scelta pienamente coerente con l'idea che il recesso assolva a una tale funzione avrebbe imposto, ben più radicalmente, di non prevedere alcuna ipotesi di recesso per le società quotate<sup>28</sup>, dal momento che in esse la monetizzabilità dell'investimento è sempre efficacemente garantita dalla presenza di un attivo mercato azionario secondario<sup>29</sup>. Detto altrimenti, se lo scopo del recesso è rendere liquido un investimento altrimenti illiquido, a rigor di logica esso dovrebbe risultare del tutto assente in quelle società dove la liquidità è garantita dall'esistenza di un attivo mercato delle partecipazioni.

D'altro canto, la scelta legislativa in favore di una disciplina più restrittiva del recesso nelle società quotate trova un'agevole e altrettanto convincente spiegazione alternativa nelle generali linee di politica legislativa della riforma. Queste prevedono, fra le altre cose, che il livello di "imperatività" della disciplina della società per azioni vari in funzione della scelta di questa di ricorrere o non ricorrere al pubblico risparmio per finanziarsi<sup>30</sup>. Tale generale prescrizione spiega agevol-

---

<sup>28</sup> È la c.d. *market out exception* prevista in numerosi Stati nordamericani (tra cui anche il Delaware), alla quale si è già accennato al cap. 1, par. 4.

<sup>29</sup> V. C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 121 s., il quale correttamente osserva come risulti "incoerente con l'idea che il recesso rappresenti uno strumento legale di liquidità, il fatto che esso sia previsto anche in presenza di un mercato regolamentato sul quale vengono scambiate le azioni, già idoneo a garantire al socio la possibilità di monetizzare in ogni momento il proprio investimento"; M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 1/2013, 84 i quali osservano che se funzione del recesso è quella di accrescere la liquidità dell'investimento, non si comprende perché non è stata prevista anche nel nostro ordinamento una *market out exception* come in molti stati nordamericani (v. *supra*, nt. 28).

<sup>30</sup> V. l'art. 4, primo comma, della legge delega di riforma del diritto societario (legge 3 ottobre 2001, n. 366), ove si legge quanto segue: "La disciplina della società per azioni [...] prevederà [...] le ipotesi nelle quali le società saranno soggette a regole caratterizzate da un maggiore grado di imperatività in considerazione del ricorso al mercato del capitale di rischio". Considerazioni analoghe a quelle svolte nel testo sono svolte da C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 120, in nota, il quale osserva come il "differente ruolo dell'autonomia statutaria in tema di recesso a seconda che la s.p.a. abbia o meno una struttura «aperta» [...] può trovare un'agevole spiegazione alla luce del rilievo che uno

mente la scelta del legislatore delegato di impedire alle società quotate di ampliare statutariamente il novero di cause di recesso, come invece consentito alle s.r.l. e alle società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Infine, l'idea che il recesso assolvà a una funzione di liquidità appare contrastare con la regolamentazione sostanziale dell'istituto. Più in particolare, essa risulta inconciliabile con la scelta di riconoscere il recesso – e per di più in maniera inderogabile – nel caso di rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni. Una decisione di questo tipo accresce per definizione il grado di liquidità della partecipazione. Se scopo del recesso è fornire liquidità alla partecipazione, perché riconoscerlo in occasione di decisioni che hanno esattamente questo effetto? La speciale causa di recesso in questione offre invece puntuale conferma del fatto che il recesso svolge una funzione di tutela del socio dissenziente rispetto a una decisione della maggioranza che possa arrecargli danno. È evidente, infatti, che, a fronte di una decisione della maggioranza che rimuove un vincolo alla circolazione delle azioni, il socio deciderà di recedere solo allorché ritenga che una tale decisione possa determinare una diminuzione di valore della propria partecipazione, ad esempio perché la rimozione del vincolo consente l'uscita di soci la cui presenza in società è fonte di benefici per tutti i membri della compagine sociale – si pensi ad un soggetto dotato di importanti connessioni politiche, industriali o finanziarie – o permette l'ingresso di soggetti sgraditi<sup>31</sup>.

È importante poi notare che, per ragioni in buona parte analoghe a quelle appena discusse, una funzione di liquidità non può ravvisarsi nemmeno in quelle cause di recesso rappresentate da decisioni che ostacolano il disinvestimento, come la delibera che introduce vincoli alla circolazione delle azioni e quella che comporta il *delisting* della società. Contrariamente a quanto possa sembrare a prima vista, in questi casi il recesso non serve ad offrire al socio una *exit venue* alternativa alla cessione delle azioni a terzi, adesso meno agevole<sup>32</sup>, e dunque non svolge

---

dei tratti fondamentali che caratterizzano il nuovo sistema delle società di capitali appare proprio essere la correlazione tra imperatività della disciplina e raccolta del capitale di rischio tra il pubblico”. La scelta del legislatore di predisporre una disciplina meno flessibile per le società “aperte”, a sua volta, «trova una giustificazione nella considerazione che nelle società che si aprono al pubblico risparmio l'interesse, appunto, del risparmio diffuso è indisponibile da parte dell'autonomia statutaria e richiede una qualche limitazione della stessa»: così R. SACCHI, *Autonomia statutaria*, cit., 73. In argomento cfr. altresì F. D'ALESSANDRO, «La provincia del diritto societario inderogabile (ri-)determinata». Ovvero: esiste ancora il diritto societario?, in *Riv. soc.*, 1/2003, 39; G. ROSSI-A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1/2003, 26 ss.

<sup>31</sup> Cfr., sul punto, S. CARMIGNANI, *Art. 2437*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, t. II, Giappichelli, Torino, 2003, 881 (secondo cui nell'ipotesi in esame “il recesso è funzionale [...] a non espor[re] [il socio] ad una compagine azionaria non più garantita nella sua composizione da vincoli di accesso, dunque non più garantita dalle caratteristiche personali e patrimoniali dei partecipanti”).

<sup>32</sup> Di questo avviso è V. CARIDI, *Recesso “libero” del socio e durata della società*, in *Riv. dir.*

nemmeno in questo più ristretto insieme di casi una funzione di liquidità. Se, infatti, la funzione fosse quella appena accennata, la facoltà di recesso dovrebbe essere riconosciuta al socio *in via permanente* per tutto il tempo in cui la società mantiene i vincoli alla circolazione delle azioni o rimane fuori del mercato di borsa. Al contrario, il recesso è riconosciuto esclusivamente *in occasione* della decisione che determina l'accennata riduzione del livello di liquidità<sup>33</sup>. Anche in questo caso, quindi, la funzione del recesso è tutelare il socio dissenziente rispetto a una decisione potenzialmente pregiudizievole. Ed infatti il socio eserciterà il recesso solo ove riterrà che quella decisione possa incidere negativamente sul valore delle proprie azioni<sup>34</sup>.

Le riflessioni appena svolte possono essere estese anche ad altre due cause di recesso che, pur non essendo qualificabili come decisioni che diminuiscono il grado di liquidità della partecipazione, comportano il venir meno, per il socio, della possibilità di disinvestire: la delibera di proroga del termine di durata della società per azioni, causa di recesso derogabile (art. 2437, secondo comma, lett. a)), e la decisione di revoca dello stato di liquidazione (art. 2437, primo comma, lett. d) e art. 2473, primo comma), appartenente invece al novero delle cause inderogabili. Anche in questo caso, per quanto possa *prima facie* risultare controintuitivo, l'obiettivo non è offrire al socio una *exit venue* alternativa a quella, rappresentata dallo scioglimento della società e conseguente liquidazione del patrimonio, che viene meno per effetto della delibera, ma tutelarla rispetto a una decisione che può danneggiarlo. Nei casi di cui si discute questo si verifica, in concreto, quando la decisione di proseguire l'attività di impresa non ha alcuna valida giustificazione economico-imprenditoriale. Al contrario, e a riprova di quanto appena affermato, ove la decisione di proseguire l'attività di impresa risulta sorretta da

---

*comm.*, 4/2019, 677 s., nt. 219, il quale ad esempio osserva, con riferimento al recesso da *delisting*, come esso “svolga una funzione suppletiva rispetto alla cessione, entrando in gioco proprio in relazione al venir meno di una agevole possibilità di disinvestimento mediante trasferimento della partecipazione sociale su un mercato regolamentato”. Come vedremo meglio oltre quando discuteremo del recesso *ad nutum*, una tale funzione “suppletiva rispetto alla cessione”, per richiamare le parole dell'Autore, è invece attribuibile alle ipotesi di recesso, cui si è già accennato, riconosciute per i casi in cui la società preveda vincoli al trasferimento della partecipazione che di fatto impediscano al socio di realizzare la cessione (artt. 2355-*bis*, secondo e terzo comma e 2469 c.c.). V. *infra*, cap. 5, par. 5.

<sup>33</sup> Anche nelle ipotesi in esame, infatti, la fruizione della prerogativa è legata al rispetto dello stretto termine di decadenza previsto all'art. 2437-*bis*, primo comma, il quale, come già sottolineato (*supra*, par. 3), costituisce un chiaro indice del fatto che funzione del recesso sia offrire tutela al socio rispetto al possibile pregiudizio derivante dalla decisione.

<sup>34</sup> Come vedremo meglio oltre, questo non è un effetto automatico e scontato delle decisioni in esame. Se infatti è vero che la riduzione del grado di liquidità della partecipazione è pregiudizievole in sé per il socio (per *qualunque socio*, anche per la maggioranza che adotta la decisione), è ben possibile che alla decisione si accompagnino vantaggi in grado di compensare appieno tale pregiudizio. V. sul punto anche quanto osservato *infra*, par. 5.

una tale giustificazione<sup>35</sup>, il socio, pur perdendo, per effetto della delibera, la possibilità di disinvestire, non ha interesse a recedere, poiché così facendo si priverebbe della partecipazione agli ulteriori proventi derivanti dalla decisione di continuazione dell'attività<sup>36</sup>.

Peraltro, analogamente a quanto già osservato in precedenza, se in questi casi l'obiettivo alla base del recesso fosse effettivamente offrire al socio uno strumento di *exit* suppletivo rispetto a quello negatogli dalla delibera che sancisce la prosecuzione dell'attività, sarebbe stato più coerente riconoscere il diritto di recesso indefinitamente per tutto il tempo successivo alla delibera, piuttosto che condizionarne la fruizione al breve termine decadenziale previsto dall'art. 2437-*bis* c.c.; termine che, come già sottolineato, è invece pienamente coerente con l'idea che il recesso assolvà a una funzione di tutela del socio rispetto al potenziale pregiudizio che possa subire dalla delibera.

Infine, anche quello che appare essere il principale pilastro concettuale della tesi che ravvisa nel recesso uno strumento di liquidità – l'idea che esso, rendendo più agevole il disinvestimento, favorisca *ex ante* l'investimento e dunque l'afflusso di capitale di rischio – risulta molto meno solido di quanto appaia a prima vista. Deve osservarsi, infatti, che la presenza del recesso può anche *scoraggiare* l'investimento. Questo può accadere ove il potenziale socio si convinca che una tale prerogativa, in ragione del numero eccessivo di cause per le quali è riconosciuta o di altri fattori (ad esempio, l'eventuale piena libertà e discrezionalità del socio nel suo esercizio<sup>37</sup> o il fatto che il socio abbia incentivo a esercitarlo anche a fronte di decisioni non dannose)<sup>38</sup>, generi delle disfunzioni – ad esempio introducendo un fattore di instabilità sul piano patrimoniale ovvero comprimendo di fatto eccessivamente i poteri della maggioranza o alterando negativamente gli incentivi di quest'ultima – che possano ostacolare il miglior governo dell'impresa comune e in definitiva il suo sviluppo<sup>39</sup>. L'idea che una più agevole uscita, attra-

<sup>35</sup> È ad esempio il caso in cui la decisione di prorogare il termine di durata della società o revocare lo stato di liquidazione sia finalizzata a cogliere lucrose opportunità d'affari sopravvenute: si immagini il caso della società costituita per lo sviluppo di un complesso immobiliare che viene sciolta per il mancato ottenimento delle relative concessioni, la quale tuttavia riceve tardivamente tali concessioni, quando la liquidazione è già iniziata.

<sup>36</sup> Come avremo modo di osservare più avanti (cap. 4, par. 3), infatti, la determinazione del prezzo di rimborso non deve riflettere gli effetti che la delibera (o decisione) costituente causa di recesso produce sul valore della partecipazione.

<sup>37</sup> È il caso del recesso *ad nutum*, di cui ci occuperemo ampiamente più avanti. V. *infra*, cap. 5.

<sup>38</sup> Una tale eventualità riduce l'incentivo della maggioranza ad intraprendere operazioni creatrici di valore, con pregiudizio per l'impresa e i soci nel loro insieme. Ci occuperemo a fondo di questo problema al successivo par. 15.

<sup>39</sup> In linea con quanto osservato nel testo, B. LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 1/2001, 112 afferma che “[i]l disinvestimento realizzato [...]

verso il recesso, favorisca *ex ante* l'*entry* e dunque l'investimento in capitale di rischio appare pertanto semplicistica e in ultima analisi scorretta. Se il recesso favorisca o meno l'afflusso di capitale dipende dal suo concreto operare – e quindi *in primis* dalla sua configurazione legale – e dai suoi risvolti sulla complessiva *governance* societaria, tema del quale ci occuperemo a fondo più avanti<sup>40</sup>.

#### 4. Alcune considerazioni di sintesi

Le riflessioni compiute ai paragrafi che precedono smentiscono l'idea che il recesso abbia una funzione di liquidità e confermano definitivamente la validità della visione tradizionale. Può dunque concludersi affermando che il recesso nelle società di capitali, con l'eccezione rappresentata dal recesso *ad nutum* e dalle ipotesi minori che si sono poc'anzi richiamate<sup>41</sup>, risponde ad una logica unitaria: offrire tutela al socio rispetto a decisioni della maggioranza che il primo considera dannose<sup>42</sup>. Una tale funzione di protezione si realizza *attraverso il*

---

tramite restituzione anticipata della quota riduce evidentemente il valore stesso dell'investimento, non più a termine fisso tranne casi veramente eccezionali [...].”

<sup>40</sup> Come già osservato, la ricostruzione del recesso quale strumento atto a conferire liquidità alla partecipazione si attaglia invece meglio a quella particolare fattispecie di recesso che è il recesso *ad nutum*. V. *infra*, cap. 5.

<sup>41</sup> V. *supra*, nt. 16.

<sup>42</sup> Pur con varietà di accenti e percorsi argomentativi, ampia parte della dottrina converge su questa posizione: v., senza pretesa di completezza, D. GALLETI, *Il recesso*, cit., 258 (il quale definisce il recesso come “strumento di reazione ad una decisione organizzativa fondamentale imputabile alla società” (c.vo nel testo)); G. GRIPPO, *Il recesso*, cit., 137 (anche per riferimenti alla dottrina più risalente (p. 135, in nota)); G. MARASÀ, *Prime note sulle modifiche dell'atto costitutivo della s.p.a. nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2/2003, I, 136 (che qualifica il recesso come “strumento di tutela della minoranza dissenziente”); S. PACCHI PESUCCI, *Autotutela*, cit., 85 (la quale, con riferimento alla disciplina precedente alla riforma, qualifica il recesso come «strumento di reazione a particolari delibere maggioritarie»). Cfr. anche G. FAUCEGLIA, *Recesso del socio ed aggravio “indiretto” dei diritti di voto*, in *Giur. comm.*, 4/2015, II, 869 (per l'osservazione, coerente con l'appena affermata funzione di tutela del socio, secondo cui “le ipotesi legali di recesso, per quanto tra loro eterogenee, risultano accomunate dalla sussistenza di deliberazioni potenzialmente confliggenti con gli interessi del singolo socio, e, quindi, pregiudizievoli della posizione economica ovvero partecipativa del socio stesso”). D'altra parte, in linea con quanto affermato nel testo, anche nella legge delega il recesso è concepito come strumento di «tutela del socio dissenziente» (art. 4, nono comma, lett. d)). Ma sul punto v. V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società di capitali. È legittima una clausola statutaria di recesso per giusta causa?*, in *Giur. comm.*, 4/2015, 608, secondo il quale “[l]a normativa delegata ha raccolto questa indicazione, ma è andata oltre, e, nel nuovo quadro che si è venuto a delineare, il recesso ha acquistato una struttura polivalente”. Nella letteratura giuridica nordamericana, concepiscono il recesso come strumento primariamente volto alla tutela della minoranza (specialmente in situazioni di conflitto di interesse della maggioranza e pur in riferimento ad un ordinamento, quello nordamericano, dove, come in parte già visto, l'istituto presenta profonde differenze – ed

*disinvestimento*<sup>43</sup>, ossia attraverso un'operazione che permette al socio di liquidare la propria partecipazione per un prezzo equo (rinunciando definitivamente alle prerogative legate al proprio *status* di membro dell'organizzazione societaria), ma questo, come emerge chiaramente dalle riflessioni svolte in precedenza, è ben diverso dal ritenere che il rimedio *assolva ad una funzione di disinvestimento*, ossia risulti strumentale ad agevolare la dismissione della partecipazione sociale.

Naturalmente, quanto appena affermato concerne il recesso nella sua *conformazione legale*. Nulla esclude che gli ampi spazi riconosciuti all'autonomia statutaria soprattutto nelle società "chiuse" (alle quali, com'è ben noto, è concessa ampia libertà di arricchire il catalogo legale di cause di recesso) possano essere utilizzati per alterare la complessiva fisionomia dell'istituto, assegnando ad esso (con riguardo alle cause statutarie) funzioni ulteriori e diverse rispetto a quella della tutela della minoranza<sup>44</sup>. Questa eventualità appare ancora più plausibile se si considera la possibilità, riconosciuta da molti, di ancorare le ipotesi convenzionali di recesso a "fatti" non riconducibili a decisioni o atti della società<sup>45</sup> (ad esempio decisioni di terzi o eventi "esterni" fuori del controllo dell'organo amministrativo o del socio di controllo). Slegare la facoltà di recesso da atti e decisioni riconducibili, direttamente o indirettamente, alla maggioranza o al socio di controllo allontana infatti inevitabilmente l'istituto dalla sua funzione di tutela del socio di minoranza.

---

un'indubbia minore centralità – rispetto all'omologo istituto italiano) B.M. WERTHEIMER, *The Purpose*, cit., 663; D. FISCHER, *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 1983 *Am. B. Found. Res. J.* 875 (1983), 876; R.B. THOMPSON, *Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law*, 84 *Geo. L.J.* 1 (1995), 11.

<sup>43</sup> Nelle pagine che seguono avremo modo di approfondire ulteriormente questo aspetto, interrogandoci sui rapporti fra il recesso e lo strumento di disinvestimento per eccellenza, la cessione della partecipazione a terzi. V. *infra*, par. 8.

<sup>44</sup> V., sul punto, M. BIONE, *Informazione ed exit*, cit., 206 s. il quale osserva come l'autonomia statutaria possa in concreto trasformare il rimedio in uno strumento volto anche a facilitare il disinvestimento del socio e dunque ad accrescere la liquidità delle partecipazioni sociali.

<sup>45</sup> V., ad es., M. CALLEGARI, *Il recesso del socio nella s.r.l.*, in M. SARALE (diretto da), *Le nuove s.r.l.*, Zanichelli, Bologna, 2008, 235 (la quale, con riferimento alla s.r.l., ritiene che l'autonomia statutaria possa "valorizzare elementi o circostanze soggettive quali presupposti del recesso"); N. CIOCCA, *Il recesso del socio dalla società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 1-3/2008, 181 (la quale, con riferimento alla s.r.l., riconosce la possibilità di attribuire il diritto di recesso per "accadimenti diversi" rispetto a decisioni dei soci o degli amministratori); L. ENRIQUES-S. SCIOLLA-A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm.*, 3/2004, I, 763 (i quali, nuovamente con riferimento alla s.r.l., ritengono che "l'autonomia privata possa potenzialmente attribuire il diritto di recesso in conseguenza di qualsiasi atto o fatto"); D. GALLETTI, *Art. 2437*, cit., 1497; M. MALTONI, *Il recesso*, cit., 308.

5. *I criteri alla base della selezione delle cause di recesso: il recesso come strumento di tutela del socio avverso mutamenti radicali dell'operazione cui partecipa e dunque delle condizioni di rischio dell'investimento?*

Viene naturale chiedersi, a questo punto, sulla base di quali criteri il legislatore abbia selezionato le decisioni e i fatti che legittimano il recesso. Il comune denominatore che la dottrina maggioritaria usualmente ravvisa nel catalogo di cause di recesso legali è che esse concernono decisioni che determinano un'alterazione radicale o comunque significativa delle originarie condizioni di partecipazione del socio all'iniziativa comune. Da qui la frequente affermazione secondo cui il recesso costituisce uno strumento di tutela rispetto a questo specifico tipo di mutamenti "significativi" o "radicali". Già prima della riforma del 2003 l'istituto era comunemente inteso in questi termini<sup>46</sup> e anche oggi tale idea risulta condivisa dalla maggior parte della dottrina<sup>47</sup>. Inoltre, essa è espressamente fatta propria dallo stesso legislatore della riforma, come emerge chiaramente dalla Relazione di accompagnamento al d.lgs. n. 5 del 2003, ove si afferma che la concezione del recesso sottesa alle prescrizioni contenute nella legge delega è di "estremo, ma efficace mezzo di tutela del socio avverso cambiamenti sostanziali dell'operazione cui partecipa"<sup>48</sup>.

Questi "cambiamenti sostanziali" – che peraltro, come già visto, non sono necessariamente rappresentati da formali modifiche del contratto sociale<sup>49</sup> – deter-

---

<sup>46</sup> V. G. FERRI, *Le società*, cit., 910 ss.; F. GALGANO, *La società per azioni*, II ed., Cedam, Padova, 1988, 366 (il recesso è "un diritto che è riconosciuto [...] solo a fronte di modificazioni dell'atto costitutivo che rivestano particolare gravità"); G. GRIPPO, *Il recesso*, cit., 133 (ove ampi riferimenti alla dottrina più risalente); D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., 258.

<sup>47</sup> V., ad es., C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 163; M. MAUGERI, *Contratto, mercato e determinazione del valore delle azioni nel recesso da società quotata*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 1/2015, 121, il quale, muovendo da un'analisi del contenuto precettivo dell'art. 2437-ter ed in particolar modo del rilievo ivi assegnato al mercato per la determinazione del valore di rimborso, assegna al recesso lo "scopo di consentire al socio di reagire a modificazioni nelle basi essenziali dell'originario investimento e di uscire dalla società a condizioni non influenzate dall'annuncio dell'operazione straordinaria"; M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 85 (ove si afferma che "la funzione del recesso risiede nel consentire al socio di reagire a «cambiamenti sostanziali dell'operazione cui partecipa» [così la Relazione alla riforma, citata dagli autori in nota] "revocando" l'incarico gestorio inizialmente conferito all'ente societario e appropriandosi della quota di propria pertinenza del valore economico sino a quel momento generato dall'iniziativa collettiva"); B. MASSELLA DUCCI TERI, *Sul recedente*, cit., 196 (il quale qualifica il recesso come "diritto del socio al disinvestimento nel momento in cui vengono a mutare le caratteristiche essenziali dell'investimento compiuto").

<sup>48</sup> V. *Relazione*, cit., 145.

<sup>49</sup> Ci si riferisce alle cause di recesso previste in materia di gruppi (v. *supra*, nt. 19 e testo corrispondente) e a quelle previste in favore del socio di s.r.l. che non ha consentito al compimento di operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale o una rilevante modificazione dei diritti attribuiti ai soci ex art. 2468, quarto comma (v. *supra*, nt. 17).

minerebbero un'alterazione significativa delle condizioni di rischio dell'investimento che giustificerebbe, a propria volta, l'uscita del socio<sup>50</sup>. Oppure ancora, secondo una ricostruzione largamente coincidente con quella appena riferita, altererebbero, direttamente o indirettamente, i "presupposti in base ai quali è avvenuta la scelta di investire"<sup>51</sup> in quella data società. Secondo quest'ultima ricostruzione, il recesso tutelerebbe in ultima analisi "la libertà di scelta [del socio] nella destinazione della propria ricchezza"<sup>52</sup>, consentendo a quest'ultimo una via d'uscita in occasione di decisioni che alterino significativamente l'originaria fisioconomia dell'investimento, per effetto delle quali (secondo un'ulteriore punto di vista) egli si ritroverebbe a partecipare ad un'impresa che è adesso fundamentalmente diversa da quella cui aveva in origine deciso di aderire<sup>53</sup>.

La ricostruzione del recesso come strumento di protezione avverso cambiamenti radicali della complessiva operazione societaria e conseguente significativa alterazione delle originarie condizioni di rischio, tuttavia, non convince appieno. Essa, come vedremo a breve, si rivela debole sia come teoria *descrittiva* dell'istituto ("il recesso è lo strumento attraverso cui l'ordinamento societario appresta tutela rispetto a tali cambiamenti"), sia come teoria *esplicativa* del medesimo ("il recesso è riconosciuto perché è necessario proteggere il socio rispetto a tali cambiamenti e solo esso è in grado di farlo efficacemente").

Quanto al primo profilo, ad uno sguardo approfondito ci si accorge a) che le decisioni per le quali è previsto il recesso non sempre determinano un'alterazione significativa degli assetti originari e quindi delle condizioni di rischio dell'investimento e b) che, specularmente, non ogni decisione capace di provocare tali si-

---

<sup>50</sup> V., ad es., V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 223 (il quale individua "la prima ragion d'essere" della disciplina del recesso, così come risultante dalla riforma del 2003, "nella volontà del sistema di favorire il disinvestimento del socio in ipotesi nelle quali le condizioni di rischio della società vengono a modificarsi in termini significativi per effetto di una decisione della maggioranza", osservando altresì (p. 227) che la modifica delle condizioni di rischio non deve necessariamente consistere in un loro aggravamento); B. MASSELLA DUCCI TERI, *Sul recedente*, cit., 196. La ricostruzione in esame troverebbe conferma nel generale riconoscimento della possibilità di recedere anche solo per parte delle proprie azioni, opzione che sarebbe preordinata proprio a consentire al socio di rimodulare il proprio investimento in società conformemente alle mutate condizioni di rischio. In questi termini si esprime la *Relazione* di accompagnamento alla riforma, cit., 145 ("[...] si è ritenuto di consentire il recesso per una parte della partecipazione, ritenendo coerente che, mutato il quadro dell'operazione, il socio voglia rischiare di meno, ma continuare ad essere socio"); F. GALGANO, *La società*, cit., 366 s. (con riferimento alla disciplina anteriforma ed in special modo alle delibere di mutamento dell'oggetto sociale e trasformazione). Per una critica di questa ricostruzione v. A. PACCIELLO, *Il diritto*, cit., 422.

<sup>51</sup> C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 164.

<sup>52</sup> C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 178.

<sup>53</sup> V., ad es., B.M. WERTHEIMER, *The Purpose*, cit., 662 s., il quale in questo senso particolare (diverso da quello oggetto di critica al par. 3) discorre di funzione di liquidità del recesso.

gnificative alterazioni determina l'insorgere del diritto di recesso. Intendere il recesso come strumento di reazione a tali alterazioni restituisce dunque un'immagine alquanto sfocata dell'istituto.

Riguardo al primo rilievo, deve osservarsi che la radicalità o significatività del cambiamento spesso dipendono dalla fisionomia concreta dell'operazione, per cui è ben possibile che una data operazione per cui è previsto il recesso possa non essere capace, in concreto, di realizzare alcun "significativo mutamento" rispetto allo *status quo ante*. Si pensi ad una s.r.l. che si fonde con la società-veicolo che ne detiene la partecipazione di maggioranza o con una società interamente controllata priva di debiti: non pare che in queste ipotesi possa ravvisarsi alcuna alterazione delle condizioni di rischio, stante che l'operazione non ha effetti apprezzabili né sul piano economico-patrimoniale, né su quello dei rapporti societario-partecipativi. Ciò nondimeno, vi è recesso. Oppure ancora, si pensi alla reincorporazione in un Paese europeo diverso dall'Italia, il quale offra un diritto societario efficiente e capace di garantire adeguata protezione ai soci. Quantunque la delibera comporti un mutamento globale delle regole di governo della società, può dubitarsi che questo determini *anche* un'alterazione (intesa quale deterioramento) delle condizioni di rischio dell'investimento<sup>54</sup>.

Quanto al secondo rilievo, deve notarsi che, specularmente rispetto a quanto da ultimo osservato, vi sono operazioni chiaramente capaci di realizzare mutamenti anche molto significativi nelle condizioni di rischio dell'investimento, che tuttavia non danno luogo a recesso. Si pensi a operazioni di cessione di *asset* aziendali strategici<sup>55</sup> o a significativi mutamenti nelle politiche commerciali o finanziarie della società oppure ancora, richiamando l'esempio fatto poc'anzi, a operazioni di fusione o scissione realizzate da una società per azioni. In tutti questi casi può ben verificarsi una significativa alterazione delle "condizioni di rischio". Tuttavia, il recesso al socio non è riconosciuto. Perché, se scopo precipuo dell'istituto è offrire protezione al socio rispetto a questo tipo di mutamenti radicali, la tutela in questo caso non è apprestata?

La realtà è che il recesso è un istituto ancorato a presupposti di tipo formale: ciò che lo legittima è il tipo di decisione adottato, non la sua concreta incisività sugli assetti preesistenti o gli effetti economici che essa produce nella sfera del

---

<sup>54</sup> Osserva sul punto V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 227, che l'opera di armonizzazione dei diritti societari nazionali compiuta dal legislatore dell'Unione europea ha ridotto le distanze fra di essi e questo potrebbe indurre a dubitare che il trasferimento della sede sociale in altro paese europeo determini una variazione significativa delle condizioni di rischio.

<sup>55</sup> Nella s.r.l., a dire il vero, una tale decisione potrebbe essere inquadrata fra le operazioni che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale e determinare dunque l'insorgenza del diritto di recesso. Si noti, tuttavia, come una tale eventualità sia esclusa nella s.p.a., dove il recesso è riconosciuto solo in occasione di una formale modifica della clausola dell'oggetto sociale.

recedente<sup>56</sup>. Il legislatore assume – ed è un’assunzione tutto sommato ragionevole – che le decisioni per le quali è previsto il recesso *usualmente* producano le più volte richiamate significative alterazioni. Tuttavia, da un lato il concreto verificarsi di tali effetti è per regola generale del tutto irrilevante sul piano giuridico<sup>57</sup>, dall’altro, come il caso del mancato riconoscimento del diritto di recesso per le fusioni e scissioni di società per azioni testimonia, vi sono casi in cui il legislatore è verosimilmente consapevole della capacità della decisione di provocare (usualmente) gli effetti che si sono detti, ma nondimeno rinuncia ad approntare tutela al socio dissenziente perché ritiene prevalenti esigenze di tipo diverso (nel caso delle fusioni di s.p.a., ad esempio, l’interesse a non ostacolare i processi di aggregazione fra grandi imprese)<sup>58</sup>.

Ravvisare nell’alterazione significativa delle condizioni di rischio il *trait d’union* delle diverse fattispecie di recesso appare quindi in ultima analisi scorretto: per le ragioni che si sono dette, descrivere il recesso in questi termini offre un’immagine imprecisa dell’istituto. Non solo, accedere all’idea qui criticata è anche pericoloso, perché accredita indirettamente l’idea che ove non vi sia alterazione delle condizioni di rischio l’uscita del socio risulti ingiustificata, con ciò aprendo la porta ad inopportuni sindacati giudiziari sul “merito” della scelta compiuta da quest’ultimo, che possono compromettere la funzione di protezione svolta dall’istituto<sup>59</sup>.

---

<sup>56</sup> Lo riconoscono anche M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 85, laddove osservano che “[...] la legittimazione all’esercizio del diritto di recesso richiede unicamente che si versi in una delle fattispecie previste dalla legge [...]”.

<sup>57</sup> Fa eccezione il recesso che consegue all’inizio o alla cessazione dell’attività di direzione e coordinamento, espressamente condizionato all’effettivo verificarsi di “un’alterazione delle condizioni di rischio dell’investimento” (art. 2497-*quater*, primo comma, lett. c)). V. sul punto anche quanto osservato *infra*, ntt. 59 e 90.

<sup>58</sup> Sul punto v. quanto osservato *supra*, cap. 1, par. 3. Osserveremo più avanti che, almeno con riferimento a determinate società, il recesso in realtà non ostacola queste operazioni, quando effettivamente efficienti e non inique per la minoranza. V. *infra*, par. 14.

<sup>59</sup> Un’interpretazione di questo tipo potrebbe trovare conforto nella speciale causa di recesso rappresentata dall’inizio e cessazione dell’attività di direzione e coordinamento, dove, come già notato (*supra*, nt. 57), la significativa alterazione delle condizioni di rischio è esplicitamente assunta a condizione di esercizio del rimedio. Potrebbe farsi leva proprio su tale disposizione per ritenere che l’alterazione significativa delle condizioni di rischio rappresenti un principio generale implicito che caratterizza tutto il sistema del recesso, il quale, come tale, deve poter essere riscontrabile in ogni altra ipotesi di recesso prevista dalla legge. Per quanto osservato nel testo, un’idea di questo tipo è da respingere. La tesi qui criticata sembra peraltro trovare smentita nella più recente giurisprudenza della Corte di cassazione, laddove essa esclude la legittimità di qualsiasi sindacato giurisdizionale sulla concreta rilevanza della modifica statutaria che integra formalmente una causa di recesso (nel caso oggetto di giudizio, quella che introduce o rimuove vincoli alla circolazione delle azioni): v. Cass., 27 giugno 2022, n. 20546, in *Società*, 3/2023, 287 ss., con nota di A. TOFFOLETTO, *Diritto di recesso ed efficienza del sistema* (il quale, aderendo all’orientamento espresso dalla Corte, ritiene

Quanto al secondo profilo (il recesso è riconosciuto perché è necessario proteggere il socio rispetto ai cambiamenti sostanziali dell'operazione cui partecipa e solo esso è in grado di farlo efficacemente), valgono le seguenti osservazioni. In primo luogo, per quanto possa apparire ovvio, deve sottolinearsi che tali cambiamenti non sono pregiudizievoli *per definizione* per il socio di minoranza. Seppur implicitamente, in dottrina questa idea sembra affiorare frequentemente: così è ad esempio quando si osserva che la significativa modifica dell'oggetto sociale comporta una rilevante alterazione delle originarie condizioni di rischio dell'investimento<sup>60</sup>, o quando si sottolinea che l'introduzione di vincoli alla circolazione delle azioni comporta maggiori difficoltà nell'alienazione della partecipazione<sup>61</sup>, o ancora quando si osserva che la delibera che comporta il *delisting* cagiona una (intrinsecamente pregiudizievole) perdita di liquidità<sup>62</sup>. Di riflesso, emerge indirettamente anche l'idea che la delibera persegua o possa perseguire un interesse individuale della maggioranza e che la presenza del recesso (quale strumento di tutela della minoranza dissenziente) in un certo qual modo lo legittimi.

L'errore è duplice. Da un lato, ritenere che le decisioni che legittimano il recesso siano intrinsecamente pregiudizievoli per la minoranza non è corretto: la rilevante modificazione dell'oggetto sociale può essere una scelta vantaggiosa per tutti i soci, quando ad esempio consente un più efficiente sfruttamento dei beni sociali<sup>63</sup>; l'introduzione di vincoli alla circolazione delle azioni può essere vista con favore anche dal socio di minoranza, se evita l'ingresso in società di soggetti sgraditi e stabilizza gli assetti proprietari, conferendo continuità alla gestione; il *delisting* può recare beneficio al socio, nonostante la drastica perdita di liquidità della partecipazione che ne deriva, se propedeutico ad operazioni di ristrutturazione e rafforzamento industriale e finanziario che possano accrescere significativamente il valore della partecipazione e compensare per tal via il danno derivante dalla perdita di liquidità. Dall'altro, parimenti scorretto sarebbe accreditare l'idea

---

che "non [è] [...] affidata al giudice alcuna discrezionalità nell'apprezzamento della rilevanza e sostanza della portata della modifica" (p. 293)).

<sup>60</sup> V., ad es., P. PISCITELLO, *Riflessioni*, cit., 520.

<sup>61</sup> ID., *op. cit.*, 521. Va da sé, l'affermazione in sé considerata – in questo come nell'esempio precedentemente riportato nel testo – è assolutamente condivisibile. Non è detto, tuttavia – ed è questo l'aspetto su cui si vuole mettere l'accento –, che l'effetto dell'adozione della decisione sia invariabilmente pregiudizievole per il socio. Come osserveremo più avanti nel testo, infatti, il pregiudizio derivante dalla perdita di liquidità può essere compensato da altri vantaggi.

<sup>62</sup> V., ad es., B. LIBONATI, *Il ruolo*, cit., 111 s., ove osserva che l'azionista investitore che per effetto del *delisting* non gode più dell'«agevole mobilizzazione dell'investimento», prima garantita dalla quotazione, «vede [...] il rischio che ha accettato di correre completamente trasformato».

<sup>63</sup> Si può fare l'esempio di una società con oggetto agricolo che converta il proprio *business* in attività di tipo alberghiero. La modifica è indubbiamente rilevante e reca certamente con sé una modificazione delle originarie condizioni di rischio. È però ben possibile che la modifica sia oggettivamente vantaggiosa per tutti i soci.

che la presenza del diritto di recesso autorizzi la maggioranza a deviare dall'obiettivo di perseguimento del comune interesse dei soci. La presenza del diritto di recesso non ha in alcun modo l'effetto accennato, ponendosi quale presidio di protezione aggiuntivo rispetto ai tradizionali rimedi contro l'esercizio scorretto del potere della maggioranza.

Deve poi osservarsi che il socio è generalmente in grado di anticipare la possibilità che la maggioranza alteri sensibilmente *ex post* la fisionomia originaria della comune iniziativa (e con essa le relative condizioni di rischio), incorporando questa eventualità (*rectius*: i rischi che questa eventualità comporta) nel prezzo di sottoscrizione della partecipazione<sup>64</sup>. A rigore, pertanto, non vi è alcuna necessità di proteggerlo. Detto altrimenti, in un ipotetico ordinamento societario privo del diritto di recesso, ciascun potenziale socio sa che le decisioni comuni – in ipotesi anche quelle capaci di modificare radicalmente le originarie caratteristiche dell'iniziativa – sono assunte a maggioranza senza che la minoranza abbia la possibilità di sottrarsi attraverso lo scioglimento unilaterale del rapporto<sup>65</sup>. Se questo è ritenuto un fattore di rischio (evidentemente perché vi è la concreta possibilità che il potere riconosciuto alla maggioranza venga utilizzato in maniera abusiva, questione cruciale cui si è poc'anzi accennato e su cui torneremo a breve), è ragionevole attendersi che il socio lo sconti nel prezzo di sottoscrizione o acquisto della quota o delle azioni (fino al punto da rendersi indisponibile a concludere l'operazione ove ritenga il rischio troppo elevato), oppure che richieda l'introduzione del recesso (o altro rimedio) per via statutaria, ponendola quale condizione per il suo ingresso in società<sup>66</sup>.

Se si condivide quanto appena osservato, l'attribuzione del diritto di recesso risulta giustificata solo quando il socio non ha avuto la possibilità di anticipare l'eventualità della futura modifica sostanziale, cosa che si verifica in principio solo per effetto di mutamenti sopravvenuti dell'ordinamento societario, i quali consentano alla maggioranza di adottare decisioni che prima le erano precluse. Com'è evidente, tuttavia, l'attuale fisionomia dell'istituto non è coerente con questi presupposti, daché il riconoscimento del recesso non è limitato alle società già costituite all'atto dell'entrata in vigore delle nuove regole, né si applica esclusivamente alle decisioni che in quelle società erano in precedenza sottratte al potere della maggioranza, ma

---

<sup>64</sup> V. già R.C. CLARK, *Corporate Law*, Little, Brown and Co., Boston-Toronto, 1986, 444 s.

<sup>65</sup> V., da ultimo, W.J. CARNEY-K. SHARFMAN, *The Exit Theory*, cit., 18 ("Shareholders investing in a company know they will be bound by certain voting rules, usually, in default of particular choices, by a regime of majority rule. Shareholders know that they may not all agree on every issue, but majority rule makes the collective wisdom binding").

<sup>66</sup> Naturalmente, affinché una tale previsione possa effettivamente adempiere al proprio compito, la maggioranza non deve essere in grado di eliminare *ex post* la clausola attributiva del recesso, obiettivo che in molti ordinamenti (compreso il nostro) è possibile raggiungere prevedendo per la relativa modifica un *quorum* speciale rafforzato che attribuisca al socio nel cui interesse la clausola è posta potere di veto sulla modifica.

si estende anche alle società di nuova costituzione, rispetto alle quali il socio può ben anticipare i rischi dell'allargamento del potere della maggioranza<sup>67</sup>.

Infine – ed è il rilievo più importante e probabilmente decisivo –, al socio in realtà non interessa che la maggioranza possa o meno alterare in profondità le condizioni originarie della comune iniziativa senza che a lui sia data la possibilità di “uscire”. Al socio interessa che nell'esercizio di tale potere la maggioranza sia guidata dall'obiettivo di procurare un vantaggio a tutti i soci, e non esclusivamente a sé stessa. E a quest'ultimo proposito si è già sottolineato che per quanto ampio possa essere il potere della maggioranza, esso non è mai totalmente libero nei fini: la decisione, anche quando accompagnata dal diritto di recesso, non può risultare preordinata a realizzare un interesse particolare della maggioranza in conflitto con quello comune e – cosa largamente coincidente con quanto appena affermato – deve risultare conforme al generale canone di buona fede e correttezza (principio che, com'è ben noto, impedisce che il potere della maggioranza possa essere utilizzato al mero fine di danneggiare la minoranza).

Naturalmente, è ben possibile che i “cambiamenti sostanziali” di cui qui si discorre possano essere utilizzati per realizzare abusi in danno della minoranza. Anzi, è verosimile ritenere che le decisioni in questione, proprio per la loro capacità di incidere in profondità sui diritti dei soci, costituiscano occasioni per attuare azioni fortemente espropriative. Questa eventualità, a sua volta, giustifica sicuramente la previsione di rimedi. Tuttavia – e qui sta il punto –, l'ordinamento societario può optare per strumenti diversi dal recesso. Può certamente immaginarsi un diritto societario dove la tutela della minoranza rispetto ai rischi espropriativi riconnessi ai cambiamenti sostanziali dell'operazione societaria sia affidata esclu-

---

<sup>67</sup> Si ipotizzi che in un dato momento il legislatore decida – ad esempio nel contesto di una più ampia riforma del diritto societario – di assoggettare alcune decisioni prima soggette principio di unanimità (o addirittura del tutto precluse) al potere della maggioranza. Abbiamo visto (*supra*, cap. 1, par. 3) che la riforma del 2003 ha compiuto anche questo tipo di scelta e che alcune delle odierne cause di recesso si spiegano proprio con la volontà di offrire un contrappeso a tale allargamento, analogamente a quanto è avvenuto in passato in occasione di altri significativi avanzamenti del principio maggioritario (v. *supra*, cap. 1, par. 2.2). Quale strumento di protezione del socio dissenziente, il recesso si giustifica solo con riferimento alle società già costituite al momento dell'adozione della riforma (ovviamente nella misura in cui l'allargamento del potere della maggioranza si estenda anche ad esse, com'è poi effettivamente il caso della riforma del diritto societario del 2003). Al contrario, esso non si giustifica per le società costituite successivamente all'ampliamento del potere della maggioranza: in questo caso, non sussiste alcuna reale esigenza di tutela per il socio, poiché questi può proteggersi attraverso una riduzione del prezzo al quale si rende disponibile a sottoscrivere o acquistare le partecipazioni. Per le società costituite dopo l'allargamento del potere della maggioranza il legislatore avrebbe dunque ben potuto optare per non riconoscere il recesso senza che una tale scelta determinasse alcun pregiudizio per i soci di minoranza. Si noti, tuttavia, che quanto appena affermato non equivale a sostenere che una tale scelta sarebbe anche risultata efficiente, dipendendo quest'ultima caratteristica dalla capacità del regime prescelto di minimizzare i costi di agenzia: ed è ben possibile che non riconoscere il recesso per le operazioni accennate, causando un accrescimento dei rischi di espropriazione dei soci di minoranza, determini un aumento di tali costi.

sivamente a rimedi di tipo giudiziale che sanzionino, per l'appunto, gli abusi della maggioranza (o – il che è largamente lo stesso – gli amministratori che per favorire quest'ultima violino i propri doveri). Se quel sistema opera in maniera efficace – e non mancano gli esempi di ordinamenti dove la tutela giudiziale delle ragioni della minoranza risulta in effetti particolarmente efficace<sup>68</sup> –, il riconoscimento del diritto di recesso in occasione di quelle operazioni risulta evidentemente superfluo. Vi sarebbe infatti la ragionevole aspettativa che nella maggior parte dei casi il potere della maggioranza verrebbe comunque esercitato correttamente, a beneficio di tutti i soci. Questo, a propria volta, non renderebbe irrazionale per il socio aderire al contratto di società quale socio di minoranza, come sarebbe invece nel caso in cui fosse nei fatti impossibile o molto difficile reagire al comportamento abusivo della maggioranza e il socio non avesse l'alternativa dell'*exit*<sup>69</sup>.

In conclusione, l'idea, ancora ampiamente diffusa e condivisa, secondo cui il recesso rappresenta uno strumento di tutela del socio rispetto a decisioni che comportano mutamenti sostanziali della società è imprecisa e in ultima analisi non corretta: il recesso non è uno strumento di tutela *contro* quei cambiamenti, che non sono dannosi per definizione ma, come ogni altra decisione societaria, possono essere buoni (vantaggiosi) o cattivi (svantaggiosi). Il recesso è uno strumento di tutela del socio di minoranza rispetto ad un possibile esercizio non corretto del potere della maggioranza – si vedrà più avanti in che termini esattamente – in occasione dell'adozione di quelle decisioni, sì da renderle in concreto dannose per il socio di minoranza.

## 6. Segue: alcune considerazioni ulteriori su ruolo del recesso e ragioni alla base della sua affermazione

Le osservazioni svolte al paragrafo che precede offrono lo spunto per svolgere alcune considerazioni ulteriori circa il ruolo del recesso nell'attuale sistema societario e le ragioni che ne hanno determinato, sul piano storico, la nascita.

Quanto al primo aspetto, l'analisi che precede ci permette di smentire un'idea ampiamente diffusa e radicata (sebbene raramente espressa in termini espliciti), quella secondo cui il recesso rappresenterebbe un istituto “necessario”, la cui pre-

---

<sup>68</sup> Si pensi di nuovo al sistema societario del Delaware, comunemente ritenuto particolarmente efficace nel proteggere le minoranze azionarie proprio attraverso strumenti di tipo giudiziale, come le *derivative suits*.

<sup>69</sup> Com'è ben chiaro alla nostra dottrina (v. ad es. D. PREITE, *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 2-3/1988, 375 ss.), nessuno acquisterebbe partecipazioni di minoranza in una società se alla maggioranza fosse riconosciuto il potere di far propria la parte di ricchezza di spettanza della prima; potere che peraltro la prima, nel nostro sistema, certamente non possiede: v., con particolare efficacia e chiarezza, F. D'ALESSANDRO, *La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1/1987, 10.

senza, nella complessiva economia normativa delle società di capitali, risulta imprescindibile.<sup>70</sup> L'appena accennata convinzione è probabilmente da ricondursi all'origine storica dell'istituto. Si è visto che il recesso, in quella che è la sua attuale fisionomia, nasce (ossia viene introdotto nei diritti societari nazionali) come contrappeso alla progressiva espansione del principio di maggioranza, quale rimedio volto ad offrire alla minoranza dissenziente una tutela sostitutiva rispetto a quella precedentemente rappresentata dal potere di veto sulla decisione, conferito dal principio di unanimità<sup>71</sup>. Al giorno d'oggi, stanti gli ampi poteri riconosciuti alla maggioranza, una società priva di diritto di recesso risulterebbe dunque inconcepibile.

Per le ragioni che si sono dette, questa idea è da respingere: la presenza del recesso non è in alcun modo un corollario necessario del fatto che alla maggioranza è consentito modificare anche in radice le caratteristiche iniziali dell'iniziativa<sup>72</sup>.

D'altronde, l'analisi del panorama internazionale condotta nelle pagine che precedono offre ampio supporto all'idea della "non necessarietà" dell'istituto del recesso. Si è visto che in molti ordinamenti societari affini a quello italiano, nei quali, analogamente a quanto avviene in quest'ultimo, alla maggioranza è concessa ampia libertà di modificare anche in radice le originarie caratteristiche della società, il recesso non esiste o viene riconosciuto in casi eccezionali, senza che questo incida negativamente sul complessivo buon funzionamento delle società di capitali<sup>73</sup>.

<sup>70</sup> Fra i pochi autori che esprimono questa idea in termini espliciti vi è S. CARMIGNANI, *Art. 2437*, cit., 882, la quale rileva che "[è] noto che il principio generale per cui le deliberazioni dell'assemblea vincolano tutti i soci non è accettabile senza eccezioni che funzionano da elemento equilibratore del sistema"; eccezioni che l'Autrice individua proprio nei casi in cui è riconosciuto il diritto di recesso, che per queste ragioni "assume il carattere di istituto di ordine pubblico".

<sup>71</sup> V. *supra*, cap. 1, par. 2.2.

<sup>72</sup> In linea con quanto affermato nel testo, osserva GALLETTI, *Art. 2437*, cit., 1488, che "[u]n'assenza radicale di potere di recedere sarebbe anche ammissibile, in teoria, per un socio [...]" (e v. anche ID., *Art. 2437 ter*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, vol. II, Cedam, Padova, 2005, 1576, per l'affermazione secondo cui "il recesso potrebbe persino mancare" e "può anche essere soppresso"). L'Autore, tuttavia, afferma anche che l'effetto sarebbe quello di una scarsa appetibilità dell'investimento azionario "esterno". In realtà, le osservazioni compiute nel testo suggeriscono che non vi è alcun automatismo tra assenza del recesso e scarsa appetibilità dell'investimento azionario di minoranza. Si è constatato, infatti, che l'investimento azionario "esterno" in assenza di recesso può ben conservare intatta la propria appetibilità ove il diritto societario appronti rimedi alternativi di pari o superiore efficacia. La scarsa appetibilità dell'investimento di minoranza deriva infatti, più in generale, dall'incapacità del diritto societario di contrastare i comportamenti espropriativi della maggioranza. Il recesso, come vedremo meglio oltre, è uno degli strumenti attraverso cui contrastare questi comportamenti.

<sup>73</sup> Sia sufficiente richiamare l'esempio nordamericano. Si è visto (*supra*, cap. 1, par. 4) che nelle *corporation* statunitensi il recesso è sostanzialmente confinato alle operazioni di fusione (senza peraltro nemmeno abbracciarle tutte). All'apparenza, tuttavia, questo non impedisce al sistema societario di apprestare efficace tutela ai soci di minoranza contro l'utilizzo scorretto del potere della maggioranza.

Quanto al secondo profilo, le riflessioni svolte al paragrafo che precede ci permettono di cogliere un aspetto della nascita del recesso “moderno” rimasto finora in ombra. Si è detto più volte che l’obiettivo alla base dell’introduzione del rimedio fosse quello di istituire una sorta di contrappeso all’accresciuto potere della maggioranza<sup>74</sup>. Alla luce di quanto osservato al paragrafo che precede, l’introduzione del recesso si giustifica anche in ragione degli effetti redistributivi che l’ampliamento dei poteri della maggioranza determina sui soci di minoranza nelle società *già costituite* al tempo in cui quell’ampliamento viene realizzato. Si è osservato, infatti, che questi ultimi non hanno la possibilità di scontare nel prezzo di acquisto o di sottoscrizione della partecipazione i rischi connessi ad un tale ampliamento sopravvenuto e possono dunque subire, per effetto di questo, una riduzione del valore delle proprie partecipazioni<sup>75</sup>.

Da un punto di vista storico, l’introduzione del recesso può quindi giustificarsi non solo sulla base dell’astratta necessità di offrire al socio dissenziente uno strumento di tutela sostitutivo del perduto potere di veto – giustificazione che, sulla base di quanto sopra osservato, risulta in realtà debole – ma anche sulla base della volontà di offrire tutela alle *minoranze esistenti* rispetto a una modifica del diritto societario – l’ampliamento del potere della maggioranza – che può avere effetti redistributivi dannosi per queste ultime (trasferendo valore da una classe di azionisti, quelli di minoranza, al gruppo di controllo), ma che il legislatore ritiene comunque opportuno applicare anche alle società esistenti, piuttosto che esclusivamente a quelle di nuova costituzione. Può dunque essere un’esigenza di tutela dei diritti di proprietà (latamente intesi) di quanti erano azionisti di minoranza al tempo dell’ampliamento dei poteri della maggioranza, piuttosto che la volontà di garantire regole di *governance* astrattamente più equilibrate (e quindi, in ipotesi, minori costi di agenzia), a giustificare storicamente l’introduzione del recesso per le delibere di modificazione (significativa) del contratto sociale.

### 7. La meccanica della tutela: il recesso come opzione di vendita che immunizza il socio dalle conseguenze pregiudizievoli delle operazioni che ne legittimano l’esercizio

Appurato che funzione del recesso è offrire protezione al socio rispetto a decisioni della maggioranza potenzialmente lesive del suo interesse, è necessario soffermarsi sulla “meccanica” di tale tutela.

Il recesso è il diritto del socio di “restituire” la propria partecipazione in socie-

<sup>74</sup> V. *supra*, cap. 1, par. 2.2.

<sup>75</sup> Pone l’accento su questo tipo di rischi B. BLACK, *Is Corporate Law Trivial: A Political and Economic Analysis*, 84 *Nw. U. L. Rev.* 542 (1989-1990), 567 s., sottolineando come le riforme in campo societario siano spesso il risultato delle pressioni di particolari gruppi di interesse.

tà<sup>76</sup>, rinunciando definitivamente alle prerogative economiche e partecipative proprie dello *status* di socio, per ricevere in cambio una somma di denaro che ne rifletta il valore. Da un punto di vista economico-funzionale, esso è equiparabile a un'opzione *put* verso la società<sup>77</sup>, esercitabile al verificarsi di determinate condizioni (l'adozione delle decisioni che ne legittimano l'esercizio)<sup>78</sup>. Esattamente come avviene per le opzioni finanziarie, il socio avrà motivo di recedere solo ove ritenga che la decisione cui tale facoltà è legata possa incidere negativamente sul valore della propria partecipazione, riducendolo al di sotto del valore di liquidazione<sup>79</sup>. Quando è questo il caso, recedere diviene conveniente, perché così facendo il socio otterrà una somma di denaro superiore al valore delle sue azioni o quote a seguito del verificarsi dell'evento lesivo<sup>80</sup>.

Come vedremo più avanti, gli attuali criteri di determinazione del valore di liquidazione mirano proprio a garantire al socio il valore "reale" o "effettivo" della partecipazione posseduta (ossia una somma di denaro almeno pari al valore di mercato di questa) *prima del prodursi del fatto lesivo*. In questo modo il recesso "immunizza" il socio dalle conseguenze pregiudizievoli della decisione della maggioranza: ogniqualvolta essa risulti, agli occhi del singolo socio, *ex*

---

<sup>76</sup> Restituzione da intendersi naturalmente in senso lato e a-tecnico, dato che fuori del caso in cui l'obbligo di rimborso è eseguito attraverso l'acquisto delle azioni del socio recedente da parte della società (tecnica evidentemente utilizzabile solo nella s.p.a., stante l'espresso divieto, per la s.r.l., di acquistare le proprie quote: cfr. art. 2474 c.c.), non può parlarsi di restituzione della partecipazione in senso tecnico.

<sup>77</sup> L'analogia è colta (e valorizzata) anche da G. DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2/2004, 330; sul punto cfr. anche P. SPADA, *Relazione di sintesi*, cit., 272. Nella dottrina nordamericana il rilievo è molto frequente: v. già B. MANNING, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 *Yale L. J.* 223 (1962), 226. Più di recente v. W. ALLEN, R. KRAAKMAN, G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, II ed., Aspen, New York, 2007, 488 ("The appraisal right is a put option—an opportunity to sell shares back to the firm at a price equal to their "fair value" immediately prior to the transaction triggering the right"). Ovviamente, recesso e opzione di vendita sono strumenti profondamente diversi sul piano *formale* (ossia della natura giuridica). Questa diversità, lo si noti per inciso, giustifica grande cautela nell'estendere alle opzioni *put* regole proprie del recesso, come ad esempio quelle in materia di determinazione del valore di liquidazione. Sul punto v. l'opposto orientamento di Trib. Roma, 8 giugno 2021, in *Banca borsa tit. cred.*, 5/2023, II, 745 ss., e le condivisibili osservazioni critiche di C. LIMATOLA, *Valutazione delle azioni oggetto di opzione di vendita ed operatività degli sconti di minoranza*, *ivi*, 767 ss.

<sup>78</sup> Proseguendo nell'analogia, il prezzo di esercizio (lo "*strike price*") di tale opzione corrisponde al prezzo di rimborso delle azioni o quote.

<sup>79</sup> Sottolinea l'importanza dell'importo della liquidazione ai fini della decisione di recesso anche P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 3.

<sup>80</sup> Specularmente, il socio in principio non ha alcun interesse a recedere ove la delibera o il fatto che legittimano il recesso sono ritenuti capaci di accrescere il valore delle proprie azioni o quote al di sopra di quanto costui riceverebbe a seguito dell'esercizio del recesso. Torneremo ampiamente su questo aspetto nelle pagine che seguono.

*ante* capace di ridurre il valore delle sue azioni o quote, questi ha la possibilità di scambiarle con una somma di denaro che non riflette tale minusvalenza, cosa che lo mette al riparo dal pregiudizio che altrimenti subirebbe per effetto della decisione<sup>81</sup>.

Ciò che in concreto determina la riduzione di valore della partecipazione dipende naturalmente dal tipo di decisione che legittima il recesso e dai suoi effetti attesi sul valore delle azioni o quote del socio. Così, richiamando la classificazione operata in precedenza, la riduzione di valore può derivare da una decisione che, incidendo principalmente sul piano dell'attività esercitata dalla società (sul piano dell'"impresa"), ha un impatto negativo sul patrimonio sociale o sulla capacità della società di produrre e distribuire profitti. A questo proposito, si pensi alle fusioni o alle scissioni (nel caso della s.r.l.) che determinino rispettivamente una inefficiente crescita o contrazione delle dimensioni dell'impresa, con conseguente aumento dei costi di produzione, o alle decisioni di ingresso nel gruppo o uscita da esso, che possono determinare rispettivamente un aumento dei costi di agenzia (nella forma di un più elevato rischio di decisioni che trasferiscano ricchezza sociale ad altre entità del gruppo) o una diminuita capacità finanziaria della società (che per effetto della sua uscita dal gruppo non gode più della garanzia implicita offerta dalla capogruppo), o ancora alle modifiche dell'oggetto sociale, quando determinano un inefficiente ampliamento (o contrazione) del perimetro di attività della società.

Altrimenti, la riduzione di valore può derivare da una decisione che, incidendo principalmente sul versante partecipativo-societario, determina una riduzione o, più in generale, una modifica *in peius*, diretta o indiretta, dei diritti e delle prerogative del socio, la quale si riverbera a propria volta sul valore della partecipazione posseduta. A questo riguardo, possono prendersi ad esempio le modifiche dei diritti di voto o di partecipazione o l'introduzione di vincoli alla circolazione delle azioni nella s.p.a., ovvero l'aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione nella s.r.l.

---

<sup>81</sup> Di diverso avviso è A. PACIELLO, *Il diritto*, cit., 424 s., il quale, con riferimento alla causa di recesso rappresentata dalla trasformazione eterogenea in società o ente non lucrativo, ritiene che "il socio che si è avvalso della tutela del recesso, e quindi intende sottrarsi agli effetti della delibera, nella sostanza finisce per subirla, poiché viene meno la protezione del suo interesse economico" (p. 424). La ragione di ciò, per l'Autore, sarebbe da rintracciarsi nel fatto che "il risultato della stima sarà più basso poiché [per effetto della trasformazione eterogenea: n.d.a.] potrebbero mutare o scomparire, quando non scompaiono, le prospettive reddituali, con evidente penalizzazione del socio receduto" (p. 425). La tesi non appare condivisibile poiché, come appena osservato nel testo, la determinazione del prezzo di liquidazione deve farsi con riferimento alla situazione in cui versava la società prima dell'adozione della deliberazione. Dunque, essa andrà effettuata considerando le prospettive reddituali di una società lucrativa, ignorando del tutto il fatto che queste, per effetto del programmato abbandono della causa di profitto, saranno di fatto destinate a ridursi se non a scomparire del tutto. Fatte queste precisazioni, avremo comunque modo di constatare che il recesso non offre al socio una protezione perfetta.

Ad ogni buon conto, aldilà della diversità dell'“evento di danno” che connota le singole ipotesi di recesso, rimane fermo quanto affermato sopra: il socio opererà per il recesso solo allorché la decisione risulta effettivamente capace di incidere negativamente sul valore della sua partecipazione, riducendolo al di sotto del valore di rimborso<sup>82</sup>.

Naturalmente, problema distinto sul piano concettuale è se il recesso assolva efficacemente alla funzione di tutela del socio di minoranza che si è ritenuto di ravvisare nell'istituto. Com'è largamente intuitivo, a questo fine un ruolo cruciale è svolto dai criteri di liquidazione: questi, come prima accennato, devono essere in grado di garantire al socio una somma di denaro che rifletta appieno il valore della sua partecipazione, mettendolo al riparo dai possibili effetti negativi della decisione che è causa di recesso<sup>83</sup>. Torneremo su questo aspetto più avanti e avremo modo di constatare che essi non sempre garantiscono una tale tutela piena<sup>84</sup>.

---

<sup>82</sup> L'unico caso in cui questo non avviene e il recesso non presenta dunque la meccanica che si è descritta nel testo è quello del recesso riconosciuto al socio a seguito di condanna della capogruppo al risarcimento del danno per abuso di direzione unitaria. Qui il recesso non assolve alla funzione di proteggere il socio rispetto ad una decisione potenzialmente dannosa. Il pregiudizio, infatti, si è già prodotto (come conseguenza dell'esercizio scorretto del potere di direzione unitaria da parte del socio di controllo) e il recesso acquista una connotazione *latu sensu* sanzionatoria, operando come forma speciale di risoluzione del rapporto giustificata dall'“inadempimento” della controparte (inadempimento rappresentato, evidentemente, dalla violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale cui l'esercizio del potere di direzione unitaria deve conformarsi, secondo quanto stabilito dall'art. 2497, primo comma). E v. sul punto A. TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 4-6/2004, 351 s. Deve notarsi, comunque, che l'incapacità del recesso di proteggere il socio dal pregiudizio derivante dall'abuso di direzione unitaria non rappresenta in questo caso un vuoto di tutela: a garantire al socio ristoro dal pregiudizio subito sta infatti già la sentenza di condanna del controllante per violazione dell'art. 2497 c.c., che dell'esercizio di questa particolarissima forma di recesso costituisce il presupposto (v. sul punto A. TOFFOLETTO, *La valutazione di azioni e quote in caso di recesso: note a margine del contributo di Mauro Bini*, in *Società*, 11/2014, 26). Il recesso, nel caso in esame, è dunque motivato dal venir meno del rapporto di fiducia fra soci e dal timore, giustificato, che il socio di controllo possa reiterare i comportamenti scorretti che ne hanno causato la condanna.

<sup>83</sup> Come già osservato, anche nel vigore del codice del 1942 l'istituto era preordinato a proteggere il socio dissenziente rispetto alle (poche) decisioni per le quali era previsto. Tuttavia, era ben noto che esso non fosse in concreto capace di assolvere efficacemente a tale funzione proprio in ragione dei particolari criteri di liquidazione individuati dal legislatore, i quali tendevano a penalizzare il socio in sede di rimborso, riconoscendogli una somma di denaro spesso sensibilmente inferiore all'effettivo valore della partecipazione. V. *supra*, cap. 1, par. 3.

<sup>84</sup> V. spec. *infra*, cap. 3, par. 3 e 4. Avremo anche modo di constatare che essi, in senso speculare, tendono spesso anche a sovra-compensare il socio, cosa che determina una serie di gravi effetti negativi: v. *infra*, par. 15 e cap. 3, par. 5 e 6.

## 8. Recesso, risarcimento del danno, alienazione della partecipazione

Precisata la meccanica della tutela offerta dal recesso, può essere utile raffrontarlo con due istituti tradizionalmente considerati simili ad esso o addirittura equivalenti sul piano funzionale, il risarcimento del danno e l'alienazione della partecipazione. Questo confronto farà emergere una serie di importanti differenze fra il primo e i secondi che aiuteranno a illuminare le specificità dell'istituto e il suo ruolo nel più ampio sistema di tutela della minoranza nelle società di capitali.

Il recesso è un rimedio di natura indennitaria, fondato, come visto al paragrafo che precede, sull'attribuzione al socio di una somma di denaro che lo protegga dal pregiudizio altrimenti derivante dalla decisione cui il rimedio risulta legato. Questa caratteristica lo avvicina naturalmente al risarcimento del danno<sup>85</sup>, rimedio indennitario per eccellenza<sup>86</sup>. Il recesso, tuttavia, presenta due evidenti differenze (e vantaggi) rispetto a quest'ultimo. In primo luogo, non richiede che la decisione pregiudizievole presenti elementi di anti giuridicità<sup>87</sup>. Come già osservato, il recesso è un rimedio "formale", legato al fatto in sé del verificarsi dei "fatti" (l'adozione delle decisioni) per i quali è previsto, e come tale risulta del tutto slegato dalla sussistenza di eventuali profili di illegittimità di questi<sup>88</sup>.

---

<sup>85</sup> La somiglianza fra i due istituti è sottolineata da molti: v. da ultimo S. ADDAMO, *Diritto di recesso*, cit., 230.

<sup>86</sup> Anche il risarcimento del danno, che l'odierno diritto societario prevede in una molteplicità di situazioni, ha infatti l'effetto (e l'obiettivo) di tenere indenne il socio dalle conseguenze pregiudizievoli di un atto o una decisione dannosi, imponendo al danneggiante (società o amministratori) l'obbligo di pagare una somma di denaro che ristori, direttamente o indirettamente (ossia attraverso la reintegrazione del patrimonio sociale, come nel caso dell'azione sociale di responsabilità "della minoranza"), il danneggiato del pregiudizio subito. Com'è ben noto, peraltro, fra le principali linee di fondo della riforma del 2003 vi è proprio la valorizzazione dei rimedi a carattere obbligatorio, come per l'appunto il risarcimento del danno, a discapito delle tutele di tipo reale, che nel diritto societario riformato vedono un generale ridimensionamento. In tema v. G. ROSSI-A. STABILINI, *Virtù del mercato*, cit., 5 s.; F. D'ALESSANDRO, *Società per azioni: le linee generali della riforma*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario*, Atti del convegno di Courmayeur, 27-28 settembre 2002, Giuffrè, Milano, 2003, 31 s.

<sup>87</sup> È interessante osservare che quello appena riferito nel testo rappresenta uno dei principali tratti di divergenza con la disciplina del recesso nelle società di persone, dove, com'è ampiamente noto, la "giusta causa" che legittima il recesso in queste società (art. 2285, secondo comma) è spesso individuata nel comportamento scorretto degli altri soci. Da questa angolazione, il recesso nelle società di persone presenta alcune chiare analogie con l'*unfair prejudice remedy* proprio del diritto societario inglese, di cui si è offerta una succinta descrizione al cap. 1, par. 4.

<sup>88</sup> Cfr. D. GALLETTI, *Art. 2437*, cit., 1489, nt. 57, per l'analoga osservazione secondo cui "il recedente è agevolato rispetto ai rimedi tradizionali fondati sulla violazione delle regole di condotta manageriale [poiché] [...] non deve dimostrare i presupposti fattuali della scorrettezza della maggioranza". Si noti che anche gli strumenti di tipo demolitorio, come l'impugnazione della delibera, richiedono che l'atto presenti dei profili di illegittimità. Sul punto v. anche quanto osservato *infra*, par. 18.

In secondo luogo, il recesso, salvo limitate eccezioni, non richiede al socio di dimostrare il danno<sup>89</sup>, ossia che la delibera o il fatto che lo legittimano risultino effettivamente idonei a ridurre il valore della sua partecipazione<sup>90</sup>. Il carattere pregiudizievole dell'atto rileva solo sul piano "fattuale" dei motivi, rappresentando ciò che concretamente induce il socio a esercitare la prerogativa. Come già osservato, infatti, se la decisione per cui è previsto il recesso accresce, com'è ben possibile, il valore della partecipazione del socio<sup>91</sup>, questi non ha interesse a recedere, poiché così facendo infliggerebbe a sé stesso una perdita.

Infine, il recesso consente al socio di ottenere ristoro del pregiudizio subito in maniera più agile e drasticamente meno dispendiosa rispetto ai rimedi di tipo risarcitorio<sup>92</sup>. Questo non deriva solo dal fatto che il socio è dispensato dall'offrire dimostrazione dell'esistenza di elementi che possono mancare (l'illegittimità della decisione) o che possono risultare difficili da provare (il danno). I rimedi risarcitori, essendo spesso finalizzati a reintegrare il patrimonio sociale e non quello personale del socio, offrono a quest'ultimo un ristoro solo indiretto, creando peraltro, per queste stesse ragioni, un evidente disincentivo all'esercizio del rimedio, dal momento che il socio sarà tenuto a sopportare per intero i costi dell'azione<sup>93</sup>,

---

<sup>89</sup> La condizione che l'atto sia fonte di pregiudizio per il socio è considerata uno dei principali punti deboli dei rimedi di tipo risarcitorio rispetto a quelli di tipo demolitorio, poiché, diversamente da quanto accade in questi ultimi, ha la conseguenza di lasciare prive di sanzione le decisioni contrarie alla legge ma improduttive di danno e (peggio) quelle in cui il danno è presente ma non è quantificabile. V. sul punto R. SACCHI, *Tutela reale*, cit., 151, anche per ulteriori riferimenti.

<sup>90</sup> Fa eccezione la speciale causa di recesso riconosciuta al socio di società di gruppo in occasione dell'inizio e della cessazione dell'attività di direzione e coordinamento. Qui, come già sottolineato, il recesso è riconosciuto a condizione che il fatto determini un'«alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento», che è largamente quanto dire che il rimedio è riconosciuto solo laddove il fatto che lo legittima (l'inizio o cessazione dell'attività di direzione e coordinamento) risulti in concreto capace di ridurre, in ragione di tale alterazione, il valore della partecipazione del socio di minoranza. La necessità di dimostrare l'alterazione delle condizioni di rischio accresce i costi di esercizio del rimedio, diminuendone l'efficacia quale strumento di protezione del socio rispetto agli eventi per i quali è riconosciuto. In tema sia consentito rinviare a S. GILOTTA, *Diritto di recesso che consegue all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Giur. comm.*, 3/2014, I, 596 ss. E v. anche quanto osservato alla nt. 59 e nel testo ad essa afferente. Anche il recesso da modifica "significativa" dell'oggetto sociale (art. 2437, primo comma, lett. a)) potrebbe nei fatti richiedere al socio di dimostrare (o comunque prospettare con una qualche fondatezza) il pregiudizio, nella misura in cui, come suggerito da un Autore (P. PISCITELLO, *Riflessioni*, cit., 520), la modifica significativa è quella che determina una "rilevante modificazione delle condizioni di rischio dell'investimento".

<sup>91</sup> Si è già avuto modo di sottolineare che le decisioni per le quali è previsto il recesso non sono in alcun modo intrinsecamente pregiudizievoli per la minoranza. V. *supra*, par. 5.

<sup>92</sup> Lo osservano anche H. KANDA-S. LEVMORE, *The Appraisal Remedy*, cit., 443 s.

<sup>93</sup> Le regole attuali (art. 2393-bis, quarto comma, c.c.) impongono alla società di rimborsare agli attori le spese di giudizio solo nel caso in cui la domanda venga accolta: il rischio dell'insuccesso dell'azione grava dunque interamente sui soci attori.

mentre gli eventuali benefici si distribuiranno *pro quota* fra tutti i soci (e dunque anche fra quanti avevano optato per un contegno passivo proprio per non sobbarcarsi quei costi).

Il recesso presenta poi note ed evidenti analogie con la cessione della partecipazione: entrambi sono strumenti di *exit* (di disinvestimento)<sup>94</sup> e, come già visto, vi è chi ravvisa nel recesso un sostituto funzionale dell'alienazione, finalizzato a conferire liquidità alla partecipazione dove l'uscita attraverso la cessione della quota o delle azioni a terzi non è un'opzione concretamente praticabile<sup>95</sup>. L'alienazione della partecipazione, tuttavia, non presenta le proprietà protettive proprie del recesso. Essa non garantisce in alcun modo al socio di ottenere una somma di denaro che rispecchi il valore della sua partecipazione prima del prodursi dell'evento pregiudizievole (rappresentato, come detto più volte, dall'adozione della delibera (o dal fatto) per i quali è previsto il recesso). Al contrario, attraverso la vendita sul mercato delle proprie azioni o quote il socio riceverà usualmente una somma di denaro che riflette quegli effetti negativi<sup>96</sup> e che dunque, come tale, sarà inferiore rispetto a quella che avrebbe ricevuto esercitando il diritto di recesso<sup>97</sup>. Detto altrimenti, l'alienazione della partecipazione, diversamente dal recesso, non immunizza il socio dagli effetti negativi della deliberazione della maggioranza. L'analogia si ferma dunque al dato, superficiale, secondo cui recesso e alienazione costituiscono entrambi strumenti di *exit* del socio: è innegabile che sia così; l'uscita, tuttavia, si realizza secondo modalità e con effetti profondamente diversi nell'uno e nell'altro caso e questo è sufficiente per permetterci di affermare che i due istituti, malgrado l'apparente somiglianza, siano profondamente diversi.

Quanto appena osservato ci permette inoltre di respingere l'idea, alquanto diffusa e radicata, secondo cui ove vi è un efficiente mercato secondario della partecipazione il recesso risulterebbe un istituto comparativamente meno importante ai fini di un'adeguata tutela del socio, poiché quest'ultimo avrebbe a disposizione la ben più efficace forma di *exit* rappresentata dalla vendita della partecipazione sul

---

<sup>94</sup> Cfr. C. ANGELICI, *La riforma*, cit., 87 (per l'osservazione secondo cui recesso e alienazione della partecipazione costituiscono “[t]ecniche in certo modo alternative e che costituiscono, se si vuol porre l'accento sugli aspetti finanziari della vicenda, due differenti soluzioni per liquidare il proprio investimento nella società”).

<sup>95</sup> V. *supra*, par. 3.

<sup>96</sup> V., *ex multis*, M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 86.

<sup>97</sup> Sulla base di questo presupposto si basa la proposta, avanzata da B. LIBONATI, *Il ruolo*, cit., 112, di prevedere, quale possibile alternativa al recesso, forme di indennizzo “per differenza” in favore del socio che scelga l'alienazione della partecipazione in risposta a decisioni pregiudizievoli della maggioranza, in base alle quali la società sarebbe per l'appunto tenuta a pagare al socio la differenza fra il maggior valore che la partecipazione possedeva in precedenza e il minor prezzo ricavato attraverso l'alienazione della medesima sul mercato.

mercato<sup>98</sup>. Come si è appena osservato, la vendita sul mercato non offre adeguata tutela al socio, poiché il prezzo di mercato riflette il pregiudizio che questi subisce per effetto della deliberazione della maggioranza<sup>99</sup>. Paradossalmente, anzi, più il mercato risulta efficiente, più sarà capace di riflettere con precisione e pienezza tale pregiudizio<sup>100</sup>, rivelandosi correlativamente incapace di tutelare il socio.

### 9. Alcune brevi riflessioni sul rapporto fra recesso e abuso della maggioranza

Le osservazioni che precedono ci permettono altresì di ricondurre il recesso nell'alveo degli strumenti di contrasto all'abuso della maggioranza<sup>101</sup>. Anche a questo proposito, tuttavia, si rendono necessarie alcune precisazioni volte ad evidenziare la specificità dell'istituto. Deve osservarsi, infatti, che il recesso è un ri-

---

<sup>98</sup> In questo senso v. ad es. A. DACCÒ, *Il recesso nelle società con azioni quotate tra esigenze dei mercati finanziari ed esigenze dell'attività imprenditoriale*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, vol. 2, Utet, Torino, 2014, 1355 ("l'accesso ad un mercato regolamentato, appagando l'esigenza di tutela dell'interesse di tutti i soci a disinvestire alle condizioni potenzialmente ottimali [...], elide l'esigenza di apprestare forme di tutela di quell'interesse certamente meno efficaci, quale sarebbe, per l'appunto, il recesso"). L'Autrice riconosce però successivamente (p. 1356) che il recesso può risultare efficace anche con riferimento alle società quotate, in quei casi in cui la vendita della partecipazione sul mercato risulti penalizzante.

<sup>99</sup> In senso conforme a quanto osservato nel testo v. E. PEDERSOLI, *Le modifiche*, cit., 554 (con specifico riferimento al caso della delibera che elimina o modifica il dividendo o il voto maggiorato). Concorda sul fatto che la vendita sul mercato non rappresenti un efficace sostituto del recesso D. GALLETI, *Art. 2437*, cit., 1526 s., il quale in primo luogo osserva, in linea con quanto affermato nel testo, che "il mercato reagisce negativamente alle operazioni congegnate dal *management* a vantaggio del gruppo di comando", ragion per cui "il mercato non è un'istituzione idonea a tutelare il socio minoritario contro gli abusi della maggioranza" (p. 1527), e in secondo luogo sottolinea che il prezzo di mercato è facilmente manipolabile dagli amministratori, che possono deprimerlo ad arte sì da impedire al socio di ricavare l'effettivo valore della sua partecipazione. Aldilà della manipolazione, comportamento certamente possibile ma in ogni caso severamente sanzionato dall'ordinamento, il *management* può approfittare delle normali fluttuazioni di prezzo per "deprimere" il prezzo di rimborso, quando questo è legato, come nel sistema attuale, ad una media dei prezzi di borsa. Se ne discuterà più ampiamente al cap. 3, par. 4.

<sup>100</sup> V. le analoghe osservazioni di W.J. CARNEY-K. SHARFMAN, *The Exit Theory*, cit., 4 ("When a dominant shareholder sets the terms of a merger in which it will receive better (or at least different) treatment than the minority, the Wall Street Rule [vendere le azioni sul mercato: n.d.a.] may not work. This is because the efficient market price of public shares will reflect the prospective damage from the terms of the deal"); M. MAUGERI, *Contratto, mercato*, cit., 118, nt. 25 ("nel caso di operazioni potenzialmente lesive del valore prospettico della partecipazione, [...] proprio l'efficienza del mercato importerebbe un immediato adeguamento al ribasso del prezzo dell'azione e così l'impossibilità per l'azionista dissenziente di reagire alla prospettata operazione vendendo le azioni senza subire perdite [...]").

<sup>101</sup> Questo aspetto è in parte già emerso: v. *supra*, par. 5.

medio che ha un campo di applicazione più ampio rispetto a quello che è il perimetro dei comportamenti propriamente abusivi. Proprio perché il suo esercizio risulta del tutto slegato dalla presenza di eventuali profili di illegittimità della decisione alla quale è riconnesso, esso si rivela capace di offrire protezione anche rispetto a decisioni *dannose ma non abusive*, come lo sono ad esempio quelle poste in essere “in buona fede”, ossia con la sincera intenzione di non danneggiare la minoranza e anzi di recare beneficio a tutti i soci, ma scorrette dal punto di vista imprenditoriale<sup>102</sup>.

Tuttavia, per le medesime ragioni appena richiamate, esso si presta alquanto chiaramente a fungere da efficace rimedio anche contro le decisioni propriamente abusive, ossia quelle effettivamente preordinate a danneggiare la minoranza (o comunque assunte nella piena consapevolezza di tali effetti pregiudizievoli). Anzi, proprio il fatto che il socio non debba dimostrare il carattere illegittimo della decisione rende il recesso significativamente più efficace dei tradizionali meccanismi di contrasto al problema dell’abuso della maggioranza, ossia l’impugnazione della delibera e, per quanti non raggiungano le aliquote di capitale all’uopo fissate dalla legge, il risarcimento del danno<sup>103</sup>.

---

<sup>102</sup> Per richiamare un esempio già fatto, si pensi alla fusione che determini un inefficiente ampliamento del perimetro di attività della società. La decisione, nella misura in cui è adottata nella convinzione, sincera ma errata, che l’operazione sia conveniente, non può certamente considerarsi abusiva. Ciò nondimeno, il socio ha comunque la possibilità di evitarne gli effetti dannosi attraverso l’esercizio del recesso. Da questo punto di vista, il recesso è uno strumento attraverso cui correggere gli *errori* della maggioranza, veicolando efficacemente la contraria opinione del mercato circa gli effetti dell’operazione.

<sup>103</sup> Diversamente dal recesso, infatti, sia l’una che l’altro richiedono la difficile prova del carattere abusivo (e dunque illegittimo) della decisione (nel caso del risarcimento del danno, peraltro, è richiesta altresì la prova del pregiudizio subito, nell’*an* e nel *quantum*). Vi è chi fa leva proprio su questa differenza per affermare l’infondatezza delle tesi che individuano la funzione del recesso nella tutela della minoranza contro i comportamenti abusivi della maggioranza. Maugeri e Fleischer, ad esempio, osservano che se la funzione del recesso è effettivamente quella di “tutelare la minoranza dissenziente dal pericolo di condotte abusive della maggioranza, [...] non [si] spiega per quale ragione la legittimazione all’esercizio del diritto di recesso richiede unicamente che si versi in una delle fattispecie previste dalla legge, senza alcun onere per il socio recedente di allegare e dimostrare l’esistenza di un comportamento illecito, o anche solo opportunistico, degli organi sociali cui è riconducibile la decisione fonte del recesso” (M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 85). Le osservazioni compiute nel testo ci permettono sicuramente di convenire con l’idea che il recesso non esaurisca la propria funzione nella tutela della minoranza contro l’abuso della maggioranza. Ciò detto, rimane un fatto difficilmente contestabile che il recesso si presti ad operare anche quale strumento di tutela contro i comportamenti in questione e che, per le ragioni indicate nel testo, risulti ben più efficace di altri rimedi a ciò finalizzati.

## 10. Motivazioni alla base del recesso e motivazioni alla base del voto

Quale strumento di reazione rispetto a decisioni sgradite (per i motivi che si sono detti, ossia per la loro percepita capacità di ridurre il valore della partecipazione del socio), il recesso è anche uno strumento di espressione di dissenso rispetto al volere della maggioranza<sup>104</sup>. Questo ci induce a condurre un breve raffronto con quello che, nel diritto societario, è probabilmente lo strumento principe a questo fine, il voto. Le considerazioni che seguono fanno emergere un dato controintuitivo e per questo motivo degno di essere messo in evidenza: le motivazioni che stanno alla base della scelta di recedere possono di fatto divergere da quelle che governano l'espressione del diritto di voto e può quindi verificarsi una situazione in cui (a) il socio esprime voto contrario rispetto ad una determinata decisione ma non ha interesse a recedere, ovvero (b) il socio esprime voto favorevole ma ha al contempo un obiettivo interesse a recedere<sup>105</sup>.

Le ragioni dell'appena accennata divergenza risiedono nei fattori che governano la decisione di recesso e quella di voto. Nella decisione che presiede alla scelta di recedere, il valore della partecipazione rappresenta il punto di riferimento *esclusivo* della valutazione compiuta dal socio e pertanto il *driver* unico della relativa decisione. Se, per effetto della decisione assunta dalla maggioranza, il valore della partecipazione scende al di sotto del valore di rimborso, il socio opererà per il recesso; in caso contrario, opererà per rimanere in società. Nella decisione di recedere non rilevano altri elementi o fattori.

Nella decisione di voto, invece, entra in gioco un più ampio insieme di fattori. In primo luogo, nel decidere come votare il socio non si limiterà a considerare esclusivamente gli effetti della decisione sul valore della propria partecipazione, ma effettuerà una valutazione a più ampio raggio sugli effetti della decisione sul proprio patrimonio (e, ancora più ampiamente, sul proprio complessivo "benessere", così come determinato dall'insieme delle proprie preferenze individuali).

Così, egli esprimerà voto contrario quando la delibera, pur accrescendo il valore della propria partecipazione, produce effetti negativi indiretti su altri cespiti del suo patrimonio, tali da determinarne una complessiva riduzione di valore. Si pensi a una delibera di modifica dell'oggetto sociale che permetta alla società l'esercizio di attività più profittevoli, con conseguente accrescimento del valore delle azioni o quote del socio, le quali tuttavia si pongono in concorrenza con altre imprese di cui il socio è titolare o nelle quali ha una partecipazione<sup>106</sup>.

---

<sup>104</sup> Torneremo su questo aspetto più avanti, allorché inquadriamo il recesso nell'ambito della nota distinzione fra *exit* e *voice*: v. *infra*, par. 11.

<sup>105</sup> Naturalmente, le attuali regole precludono concretamente al socio il recesso in questo scenario. Il punto, tuttavia, ha scarso rilievo nell'ambito delle riflessioni che ci si accinge a svolgere, dal momento che l'obiettivo è mettere in evidenza l'esistenza delle divergenze appena accennate.

<sup>106</sup> Casi di questo tipo sono usualmente riconducibili a una situazione di conflitto di interesse del

Come si è appena accennato, può anche darsi il caso in cui il socio opti per esprimere voto negativo anche quando ritenga che la decisione produrrà effetti positivi netti nella sua sfera patrimoniale. Questo si verifica quando la decisione incide negativamente su utilità di tipo non patrimoniale, determinando una complessiva riduzione del “benessere” del socio. Si consideri una delibera di modifica dell’oggetto sociale che consenta alla società l’esercizio di attività più profittevoli rispetto a quelle precedentemente utilizzate, ma inaccettabili secondo la personale etica del socio: ad esempio, la vendita al pubblico di farmaci che producono elevata dipendenza o armi da fuoco o la commercializzazione di prodotti realizzati in danno degli animali o attraverso lo sfruttamento del lavoro minorile (beninteso, nella misura in cui le attività in questione siano effettivamente consentite dalla legge).

Quel che è interessante osservare è che in entrambe le situazioni descritte al voto contrario del socio *non corrisponde un interesse al recesso*. Come sottolineato poc’anzi, quest’ultimo interesse sorge esclusivamente nel caso in cui la decisione incida negativamente sul valore della partecipazione, cosa che nei casi in esame non avviene dacché quel valore, al contrario, aumenta. Potrebbe obiettarsi che in entrambe le situazioni cui si è fatto riferimento poc’anzi si verifica comunque una significativa e duratura divergenza fra preferenze del socio e azione societaria e questa divergenza può ben indurre il socio a sciogliere il proprio rapporto con la società. In effetti, è plausibile (e probabile) che un socio che attribuisce particolare importanza a determinati principi etico-morali decida – in coerenza con quei valori – di porre termine alla propria partecipazione in società quando le decisioni di quest’ultima si pongono in contrasto con quei principi. Il punto, tuttavia, è che in questo insieme di casi al socio conviene farlo *vendendo le proprie quote o azioni*, invece che esercitando il diritto di recesso. La somma di denaro che otterrebbe nel secondo caso, infatti, sarebbe inferiore a quella che otterrebbe attraverso la vendita della partecipazione<sup>107</sup> (ovviamente, nella misura in cui l’acquirente non condivide, o non condivide con la medesima intensità, quei valori da cui origina l’accennata divergenza)<sup>108</sup>.

---

socio per la quale è attivabile il rimedio previsto dall’art. 2373. V’è da rilevare, tuttavia, che non sempre il rimedio è concretamente esperibile (in primo luogo, per la difficoltà di dimostrare la sussistenza del conflitto di interesse, che molte volte può non essere facilmente accertabile). Soprattutto, la possibilità di ricondurre la particolare posizione del socio ad una situazione di conflitto di interesse ascrivibile all’art. 2373 non altera in alcun modo le preferenze del socio. Costui rimarrà interessato a votare contro una delibera che accresce il valore della sua partecipazione se questa incide negativamente sul valore di altri suoi cespiti in misura tale da determinare una complessiva riduzione della propria ricchezza.

<sup>107</sup> Ovviamente, assumiamo qui che il valore di liquidazione coincida con il valore di mercato della partecipazione prima dell’adozione della decisione avversata dal socio e che la partecipazione sia agevolmente liquidabile sul mercato. Avremo modo di dimostrare più avanti che gli incentivi all’esercizio del recesso cambiano radicalmente quando le assunzioni in questione vengono rimosse.

<sup>108</sup> Quanto appena osservato, peraltro, mette in luce un ulteriore profilo di divergenza (più preci-

Come si è accennato, si dà anche il caso speculare in cui il socio ha interesse a votare a favore della decisione ma ha al contempo interesse a recedere (interesse la cui realizzazione in questo caso risulterebbe preclusa laddove il socio *effettivamente esprima voto favorevole*). Questo si verifica nel caso in cui la decisione determina una riduzione del valore della partecipazione del socio ma incide positivamente su altre componenti del suo patrimonio in misura tale da più che compensare quel danno, producendo così un arricchimento netto del socio. Si può fare l'esempio, speculare a quello precedente, della società che decida di modificare il proprio oggetto sociale escludendo da questo attività altamente profittevoli (con conseguente riduzione di valore delle partecipazioni sociali) nelle quali il socio si trovi già ad operare "in proprio". Qui, l'interesse al recesso nasce dal fatto che la decisione determina una riduzione di valore della partecipazione tale da rendere economicamente conveniente la scelta di recedere. L'interesse ad esprimere un voto positivo nasce invece dal fatto che la decisione, nonostante tali effetti negativi sul valore della partecipazione, produce effetti positivi indiretti sulle altre componenti del patrimonio del socio (le partecipazioni nelle società operanti nei settori che la società si appresta ad abbandonare, destinate ad accrescere il proprio valore a seguito della scelta della società), in grado di determinarne il complessivo arricchimento.

---

samente, di non intercambiabilità) fra recesso e alienazione quali strumenti di *exit*. In tema v. le più articolate considerazioni svolte al par. 8.

## Sezione II

### RECESSO E AZIONE DELLA MAGGIORANZA

#### 11. Introduzione

L'analisi svolta nelle pagine che precedono ha fornito risposta al problema della funzione del recesso nelle società di capitali dimostrando, in linea con l'opinione maggioritaria, che l'istituto, con la più volte menzionata eccezione del recesso *ad nutum* e delle (poche) fattispecie ad esso assimilabili, costituisce uno strumento di tutela del socio di minoranza rispetto al pregiudizio che questi possa subire dalle decisioni per le quali il rimedio è previsto, mettendo altresì in luce la precisa meccanica di tale tutela.

Ciò che è rimasto ancora in ombra è come il recesso interagisca con l'azione della maggioranza e dunque come incida sulla concreta conduzione della società e dell'impresa che vi fa capo<sup>109</sup>. In una prospettiva tesa a gettare luce sul ruolo del recesso nel governo societario, questo costituisce un aspetto cruciale. Le riflessioni che ci accingiamo a sviluppare rivestono quindi un ruolo chiave nella complessiva economia della presente indagine.

Il fatto che l'*exit* – l'uscita, variamente realizzata, del membro dall'organizzazione – assolva o possa assolvere anche uno ruolo nel *governo* della società, condizionando il contenuto delle decisioni comuni, è un dato ben noto. Nella letteratura internazionale, la teorizzazione forse più conosciuta di questa intuizione è quella offerta da Albert Hirschman, il quale contrappone l'*exit* (nel senso sopra specificato) alla *voice* (intesa come espressione, anche in questo caso variamente realizzata, del proprio dissenso senza abbandono dell'organizzazione), considerandoli i due strumenti principali di "reazione" a decisioni comuni non condivise<sup>110</sup>.

---

<sup>109</sup> Sia la dottrina che il legislatore sono ben consapevoli di questa interazione, come emerge ad esempio dalla frequente e condivisa osservazione secondo cui il recesso costituisce uno strumento di contrattazione fra soci e, più in generale, di dialettica endosocietaria. Quanto alla prima cfr. V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 223, 225; A. PACIELLO, *Il diritto*, cit., 418, 420; ID., *Art. 2437*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali: commentario*, vol. II, Jovene, Napoli, 2004, 1107; F. FORNASARI, *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, in *Giur. comm.*, 5/2022, 830 s. Quanto al secondo v. *Relazione*, cit., 150 (con riferimento al recesso nella s.r.l. ma con osservazioni che possono agevolmente estendersi alla s.p.a.). Come osserveremo anche più avanti, tuttavia, la precisa natura e le implicazioni di tale interazione rimangono largamente inesplorate.

<sup>110</sup> V. A.O. HIRSCHMAN, *Exit, voice and loyalty: responses to decline in firms, organizations and states*, Harvard University Press, Cambridge-London, 1970.

Sono poi molti gli autori che, con più specifico riguardo alle organizzazioni societarie, ed in special modo alle grandi società quotate, sottolineano il ruolo di *governance* (nel significato sopra specificato di attitudine ad influenzare le decisioni sociali) assolto da quella particolare forma di *exit* rappresentata dalla vendita della partecipazione sul mercato<sup>111</sup>. Ad esempio, è osservazione frequente che la vendita della partecipazione, specie quando compiuta da soci titolari di partecipazioni non irrilevanti al capitale, come gli investitori istituzionali, possa determinare un calo nelle quotazioni delle azioni della società (per gli effetti sul prezzo determinati dal collocamento di un elevato numero di titoli e, forse soprattutto, per gli effetti reputazionali e segnaletici negativi legati all'uscita di importanti investitori dalla società) e che dunque la minaccia o la prospettazione dell'uscita dell'investitore costituisca un'utile leva per condizionare l'azione degli amministratori<sup>112</sup>.

Anche il recesso costituisce uno strumento capace di condizionare l'azione della maggioranza<sup>113</sup>. In maniera non dissimile dalla vendita della partecipazione, l'eventualità del suo esercizio incide inevitabilmente sulle determinazioni della prima e dunque sul contenuto delle relative decisioni. Si è visto, tuttavia, che il recesso opera in maniera profondamente diversa rispetto all'alienazione della partecipazione. Diversamente da quest'ultima, (a) il prezzo dell'uscita del socio non coincide sempre e comunque con il prezzo di mercato della partecipazione nel momento in cui si decide l'uscita, ed in special modo, in virtù degli attuali criteri di determinazione del valore di liquidazione, tende a non riflettere gli eventuali effetti negativi della decisione che ne determina l'esercizio, e (b) la società (e dunque, indirettamente, la maggioranza) si fa garante del pagamento di quel prezzo, per il caso in cui non si trovino soggetti terzi disponibili ad acquistare la partecipazione. Entrambe queste caratteristiche – ed in special modo l'attitudine del recesso ad incidere sul patrimonio sociale (e dunque indirettamente sul valore delle partecipazioni di maggioranza) – conferiscono al rimedio, almeno in teoria, una capacità di influenza sulle determinazioni della maggioranza

---

<sup>111</sup> In tema cfr. A.R. ADMATI-P. PFLEIDERER, *The "Wall Street Walk" and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 2645 (2009); A. EDMANS, *Blockholders and corporate governance*, 6 *Ann. Rev. Fin. Econ.* 23 (2014); J.C. COFFEE JR., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 *Colum. L. Rev.* 1277 (1991), 1288 s. (il quale sottolinea come la facilità dell'*exit*, data dall'elevata liquidità del mercato azionario, riduca gli incentivi alla *voice*, assumendo quindi implicitamente che l'*exit* in sé non svolga alcuna effettiva funzione di *governance*, come invece altri autori ritengono).

<sup>112</sup> V., ad es., A.R. PALMITER, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose*, 23 *Cardozo L. Rev.* 1419 (2002), 1437 s. ("[Large] fund families get management attention with the threat (actual or implied) of selling their holdings and driving down the price of the targeted company"). Nella letteratura italiana v. *ex multis* C. ANGELICI, *La riforma*, cit., 10.

<sup>113</sup> Anche questo aspetto è colto da non pochi commentatori: v. per tutti C. ANGELICI, *La riforma*, cit., 10, 86. V. anche quanto osservato *infra*, nt. 122-126 e testo corrispondente.

ben più incisiva rispetto alla vendita della partecipazione sul mercato<sup>114</sup>.

Si rende quindi necessario svolgere un'analisi focalizzata sulle specifiche caratteristiche del recesso quale forma di *exit* e sulle loro possibili interazioni con l'azione della maggioranza. Da questo punto di vista, una classificazione che può fungere da utile punto di partenza (probabilmente più utile, se non altro per quelli che sono gli obiettivi della presente indagine, di quella Hirschmaniana appena ricordata) è quella che, sulla scorta della nota teoria di Guido Calabresi e Douglas Melamed<sup>115</sup>, distingue gli strumenti di protezione della minoranza in *property rules* e *liability rules*<sup>116</sup>. Sono qualificabili come *property rules* quegli accorgimenti che condizionano l'adozione di una determinata decisione all'assenso della minoranza. Il principio unanimitario, che, come già visto, governava in origine le modifiche dell'atto costitutivo, ma anche le maggioranze rafforzate (oggi ben più diffuse del primo nel sistema delle società di capitali)<sup>117</sup>, sono classificabili come "*property rules*", proprio perché riconoscono alla minoranza, in misura più o meno intensa, tale potere interdittivo<sup>118</sup>. Appartengono invece alla categoria delle

---

<sup>114</sup> Le differenze fra recesso e alienazione della partecipazione, quali strumenti di *governance* attraverso l'*exit*, sono sottolineate anche da C. ANGELICI, *La riforma*, cit., 10, il quale, offrendo una prospettiva sul tema ulteriore e diversa da quella qui proposta, osserva che mentre la funzione di *governance* realizzata dalla cessione della partecipazione a terzi si realizza attraverso l'intermediazione del mercato, con il recesso la negoziazione (e dunque il mercato) sono tutti interni alla società. Come lo stesso Autore non manca di sottolineare (p. 90) (e come si avrà ampiamente modo di dimostrare nelle pagine che seguono), tuttavia, anche nell'ambito del recesso il mercato delle partecipazioni sociali finisce comunque per assumere un ruolo centrale.

<sup>115</sup> G. CALABRESI-A.D. MELAMED, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 *Harv. L. Rev.* 1089 (1972).

<sup>116</sup> V. Z. GOSHEN, *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 *Calif. L. Rev.* 393 (2003). L'Autore appena citato utilizza la distinzione nell'ambito di un'analisi focalizzata sulla tutela degli azionisti rispetto a operazioni in conflitto di interesse. La distinzione può tuttavia essere estesa oltre tale ambito a tutta l'area degli strumenti di protezione della minoranza.

<sup>117</sup> Come vedremo anche più avanti, le maggioranze rafforzate sono a propria volta distinguibili in due categorie: maggioranze rafforzate in senso proprio – i *quorum* deliberativi che prevedono una percentuale di voti favorevoli superiore alla metà più uno dei voti espressi o del capitale partecipante alla deliberazione – e "maggioranza della minoranza" – la regola secondo cui, ai fini dell'adozione della decisione, è necessario l'assenso della maggioranza dei soci esterni al gruppo di controllo. V. *infra*, nt. 151-153 e testo corrispondente.

<sup>118</sup> Sono usualmente ricondotti alle *property rules* anche i rimedi di tipo "reale" o demolitorio, come l'impugnazione delle delibere assembleari, in quanto, al pari degli strumenti richiamati nel testo, offrono al socio la possibilità di incidere direttamente sulla decisione che ne danneggia gli interessi. La differenza fra gli uni e gli altri risiede nel fatto che i rimedi di tipo demolitorio (i) operano *ex post*, privando di efficacia una decisione inizialmente produttiva di effetti, mentre le maggioranze rafforzate operano *ex ante*, all'atto stesso dell'adozione della delibera; (ii) richiedono, come già accennato, che la delibera presenti profili di illegittimità, quando al contrario le super-maggioranze possono essere utilizzate per bloccare decisioni dannose (o percepite come tali) ma perfetta-

*liability rules* quegli accorgimenti organizzativi che consentono alla maggioranza di decidere in piena autonomia (ossia senza che sia richiesta, ai fini della validità ed efficacia della decisione, alcuna forma di cooperazione da parte della minoranza), attribuendo tuttavia alla minoranza il diritto di essere compensata per il pregiudizio che possa derivarle dall'operazione. Il recesso è evidentemente inquadrabile in questa seconda categoria<sup>119</sup>.

L'abbandono, ampiamente documentato nelle pagine che precedono<sup>120</sup>, del principio di unanimità in favore del principio di maggioranza per le delibere di modifica dell'atto costitutivo, "temperato" dal riconoscimento del diritto di recesso in favore del dissenziente, incarna proprio il passaggio da una tecnica di tutela del socio basata su una *property rule*, ove la protezione è affidata al potere del singolo di impedire l'azione che ne danneggia gli interessi (nel nostro caso la modifica dell'atto costitutivo), ad una più elastica tecnica di tutela basata su una *liability rule*, ove il singolo non ha più il potere di impedire l'azione sgradita, ma gli viene riconosciuto il diritto di ottenere una somma di denaro che lo tenga indenne dal pregiudizio<sup>121</sup>.

Com'è proprio delle *liability rules*, il recesso non pone ostacoli *di tipo giuridico* al potere della maggioranza. La prospettiva dell'esborso finanziario connesso all'esercizio del recesso, tuttavia, condiziona *di fatto* la maggioranza, che nel decidere se adottare o meno quella data decisione dovrà tenere in considerazione l'eventualità di doversi sobbarcare, in tutto o in parte, il costo dell'uscita del recedente. Si tratta dunque di comprendere come la presenza del recesso incida sull'esercizio del potere riconosciuto alla maggioranza, verificando se e in che misura esso abbia la capacità di indirizzare quest'ultima verso un uso "virtuoso" di quel potere, ossia verso l'adozione di decisioni efficienti (creatrici di valore) e non inique (ossia inidonee a cagionare danno alla minoranza), contribuendo in tal modo alla riduzione dei costi di agenzia che caratterizzano le società di capitali.

Parte della dottrina giuridica italiana (per vero una minoranza) si è interrogata su tali problemi, giungendo a conclusioni contrastanti. Da un lato, vi è chi ritiene che il recesso rappresenti uno strumento per tendere all'efficienza delle decisioni sociali<sup>122</sup>, poiché consente di assoggettare l'operazione per la quale è previsto al

---

mente legittime (risultando dunque, da questo punto di vista, ben più efficaci). Torneremo sul punto anche al par. 18.

<sup>119</sup> Qualifica il recesso come *liability rule*, sulla scorta della nota distinzione dei due autori richiamati nel testo, anche A. ENGERT, *How (not) to administer a liability rule—the German appraisal procedure for corporate restructurings*, 2020, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=3723763>, 2. Nella letteratura italiana v. A. DACCÒ, «Diritti particolari», cit., 47 s.

<sup>120</sup> V. cap. 1, par. 2.2.

<sup>121</sup> Come già visto al par. 8, questa caratteristica accomuna il recesso agli strumenti di tutela di tipo risarcitorio.

<sup>122</sup> C. ANGELICI, *La riforma*, cit., 89.

“giudizio del mercato”<sup>123</sup>. Se quel giudizio è positivo, il recesso non pone ostacoli alla realizzazione dell’operazione<sup>124</sup>, poiché la società sarà sempre in grado di finanziare l’esborso connesso all’esercizio del rimedio attraverso il collocamento delle partecipazioni dei recedenti sul mercato o tecniche equivalenti<sup>125</sup>. Altri osservano invece che il recesso, proprio per l’appena accennata caratteristica di imporre un costo alla società per l’adozione della decisione in riferimento alla quale è previsto, limita oltremisura la capacità d’azione della maggioranza, con possibile pregiudizio per tutti i soci<sup>126</sup>.

<sup>123</sup> L’impostazione è condivisa dallo stesso legislatore: v. *Relazione*, cit., 150 (con riferimento al recesso nella s.r.l. ma con osservazioni che possono agevolmente essere estese alla s.p.a.).

<sup>124</sup> V. sul punto C. ANGELICI, *La riforma*, cit., 90; C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 180. Critico nei confronti di questa ricostruzione è A. PACIELLO, *Il diritto*, cit., 434. Come vedremo più avanti, in realtà vi è un ampio insieme di casi in cui il recesso risulta capace di ostacolare l’operazione nonostante questa sia percepita positivamente dal mercato: v. *infra*, parr. 15 e 16 e spec. nt. 173.

<sup>125</sup> In linea con la tesi appena richiamata, vi è poi chi afferma che la previsione del recesso, conferendo all’azionista una efficace forma di tutela per il caso di “modificazione unilaterale delle regole del gioco”, contribuisce a ridurre i costi di agenzia e quindi a diminuire il costo del capitale per la società. L’idea è cioè quella che il recesso contribuisca a rafforzare la tutela della minoranza, aumentando la propensione all’investimento in capitale di rischio da parte degli investitori esterni al gruppo di controllo. Cfr. S. CAPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell’autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 5-8/2001, 262, il quale osserva come nelle società chiuse il recesso potrebbe promuovere l’investimento in capitale di rischio poiché offre ai soci un efficace strumento di risoluzione di possibili conflitti endo-societari futuri; C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 179, il quale osserva come “[l’]aver assicurato agli investitori la certezza che determinate condizioni iniziali di adesione non possono essere modificate, senza che a questi sia consentito riprendersi il valore sotteso alla propria quota di partecipazione, appare idoneo ad aumentare la propensione a destinare la ricchezza a una società di capitali e, correlativamente, a ridurre il costo della raccolta del capitale di rischio”; M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 86 (“la stessa previsione normativa di un diritto dell’azionista al disinvestimento in caso di modificazione unilaterale delle regole del gioco riduce i costi di agenzia dell’investimento, incentivando l’afflusso sul mercato azionario del risparmio anonimo e agevolando gli emittenti nella raccolta di nuovo capitale a costi inferiori”).

<sup>126</sup> V., ad es., V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 307 s. (il quale osserva come la presenza del recesso possa in alcuni contesti indurre la maggioranza “a rinunciare al compimento di determinate operazioni societarie con possibili effetti negativi sull’efficienza dell’impresa che si pongono in evidente contrasto sia con la scelta di ampliare i poteri decisionali della maggioranza sia, più in generale, con il dichiarato intento della riforma di favorire la crescita e la competitività delle imprese”); A. DACCÒ, «*Diritti particolari*», cit., 45, in nota (la quale osserva che il recesso “potrebbe [...] rivelarsi un’arma ricattatoria in mano agli azionisti di minoranza in grado di bloccare scelte anche efficienti [...] della maggioranza”). E v. anche le più ampie riflessioni svolte al cap. 3, par. 14. Riguardo alla capacità del recesso di limitare la libertà d’azione della maggioranza, si rende necessaria una precisazione. Il fatto che il recesso limiti tale libertà – com’è peraltro innegabile, in ragione dei costi e degli aggravii che la sua presenza comporta – non costituisce un problema in sé. Come in parte già osservato, infatti, le decisioni della maggioranza, ivi incluse quelle per le quali la legge prevede il recesso, non sono buone in sé: esse, come ogni altra decisione sociale, possono essere corrette (efficienti ed eque) o scorrette (inefficienti e/o inique). L’obiettivo non è quindi “mas-

Come si avrà modo di constatare nelle pagine che seguono, entrambe le tesi contengono un indubbio nucleo di verità. Esse, tuttavia, offrono una descrizione ancora incompleta del ruolo del recesso nel governo societario, poiché mancano di interrogarsi sulle specifiche condizioni in base alle quali il recesso dispiega gli effetti, positivi e negativi, che si sono appena riferiti. Come osserveremo più avanti, vi sono infatti determinati fattori extra-giuridici, come il grado di liquidità della partecipazione e la struttura proprietaria della società, che incidono profondamente sulla complessiva funzionalità del rimedio.

## 12. *Recesso e operazioni inefficienti*

Per comprendere come il recesso condizioni l'esercizio del potere riconosciuto alla maggioranza è utile distinguere fra operazioni inefficienti e operazioni efficienti, interrogandosi su come esso incida sulle une e sulle altre.

Le operazioni inefficienti sono quelle che diminuiscono invece che accrescere il valore della società, come misurato dal valore complessivo delle partecipazioni possedute dal socio di maggioranza e dai soci di minoranza. In linea di principio, la collettività non ha alcun interesse a che la società realizzi questo tipo di operazioni, le quali usualmente hanno l'effetto di distruggere ricchezza e dunque ridurre il benessere collettivo<sup>127</sup>.

Poiché, come appena accennato, le operazioni in parola riducono il complessivo valore della società, è necessario innanzitutto domandarsi quale interesse abbia la maggioranza a realizzarle, dal momento che così facendo in via di principio essa danneggerebbe sé stessa, riducendo il valore delle proprie partecipazioni. La maggioranza può avere un interesse in tal senso se l'operazione, quantunque inefficiente nel senso che si è appena specificato, presenta effetti di tipo redistributivo, ossia è tale da determinare un accrescimento del valore delle partecipazioni di maggioranza a discapito di quello delle partecipazioni di minoranza.

Circoscrivendo l'analisi alle operazioni che comportano il recesso, si consideri il caso della "migrazione" della società all'estero, ossia la scelta di assoggettare quest'ultima a un diritto societario diverso da quello d'origine, attraverso un'operazione di trasformazione o fusione transfrontaliera<sup>128</sup>. Il trasferimento in un ordi-

---

simizzare" la capacità di decisione della maggioranza, ma garantire, ad un costo ragionevole, che le decisioni da questa adottate siano corrette. Può dunque convenirsi con l'idea richiamata nel testo nella misura in cui si ritenga (e si dimostri) che il recesso abbia l'attitudine ad ostacolare le decisioni creatrici di valore (e non inique). Su quest'ultimo profilo v. le più ampie riflessioni svolte ai parr. 15 e 16.

<sup>127</sup> L'unico caso in cui questo non accade è quando l'operazione presenta delle externalità positive – ossia produce dei benefici in capo a terze parti – il cui valore risulta superiore alla ricchezza societaria che l'operazione distrugge.

<sup>128</sup> Com'è ampiamente noto, la legittimità di questo tipo di operazioni all'interno dell'Unione europea è stata sancita dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea a partire dal caso *Centros* (causa

namento straniero caratterizzato da un diritto societario antiquato e inefficiente, che grava la società di oneri ingiustificati e non offre adeguata protezione ai soci di minoranza, diminuisce il valore complessivo della società poiché determina un ingiustificato aumento dei costi di conduzione dell'attività di impresa e dei costi di agenzia. La maggioranza, tuttavia, può avere interesse a effettuare l'operazione se, proprio in ragione della scarsa qualità del nuovo diritto applicabile, è messa in condizione di estrarre maggiori benefici privati del controllo. Il valore della società (inteso come valore dell'insieme delle partecipazioni sociali, di maggioranza e di minoranza) si riduce, ma quello delle azioni o quote di maggioranza aumenta, poiché l'operazione consente a chi controlla la società una più incisiva espropriazione degli azionisti di minoranza, le cui partecipazioni, correlativamente e per le medesime ragioni, diminuiscono di valore.

Il recesso blocca questo tipo di operazioni poiché trasferisce sulla maggioranza i costi che l'operazione impone alla minoranza, facendo sì che la prima perda ogni incentivo verso la sua realizzazione. Un semplice esempio numerico aiuta a cogliere meglio quanto si è appena affermato. Si ipotizzi che prima del compimento dell'operazione la partecipazione del socio di maggioranza valga 40 e quelle dei soci di minoranza 60. A seguito della progettata operazione, in ragione dei maggiori benefici privati che questa consente di estrarre al socio di maggioranza, la partecipazione di quest'ultimo varrebbe 50 mentre quelle dei soci di minoranza 40. Il primo, dunque, guadagnerebbe 10 (da qui l'incentivo alla realizzazione dell'operazione), mentre i secondi perderebbero complessivamente 20, con una perdita netta di ricchezza (qui sta l'inefficienza dell'operazione) pari a 10. Assumendo che il prezzo di rimborso da liquidare ai recedenti coincida con il valore delle partecipazioni di minoranza prima del compimento dell'operazione<sup>129</sup>, è ragionevole presumere che tutti i soci di minoranza optino per il recesso. Così facendo, infatti, essi otterrebbero una somma di denaro superiore al valore delle loro partecipazioni a seguito dell'operazione. A questo punto, il socio di maggioranza può decidere di rimpiazzarli con nuovi soci subentranti (ad esempio secondo il meccanismo, espressamente previsto dall'attuale disciplina<sup>130</sup>, del collocamento delle

---

C-212/97 del 9 marzo 1999). Il diritto societario italiano annoverava fra le cause di recesso anche la delibera riguardante il "trasferimento della sede sociale all'estero" (così l'art. 2437, primo comma, lett. c) nonché, con variazioni irrilevanti, l'art. 2473, primo comma, prima delle modifiche apportate dal d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19 in attuazione della direttiva 2019/2121 in materia di trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere). Ad oggi, a seguito delle modifiche introdotte dal citato d.lgs. n. 19/2023, il trasferimento della sede statutaria all'estero è realizzato attraverso un'operazione di trasformazione transfrontaliera o internazionale attuata in conformità alle disposizioni contenute nel citato decreto (così l'art. 2510-*bis* c.c.).

<sup>129</sup> Oggi è opinione sostanzialmente unanime che nella determinazione del valore di liquidazione della quota o delle azioni del socio recedente non debbano considerarsi gli effetti della decisione che è causa di recesso. V. però quanto osservato al cap. 3, par. 3, circa l'effettiva capacità degli attuali criteri di liquidazione di garantire tale risultato.

<sup>130</sup> V. gli artt. 2437-*quater*, quarto comma e 2473, quarto comma, c.c.

azioni o quote dei recedenti presso terzi o sul mercato regolamentato, ovvero attraverso operazioni funzionalmente analoghe, ad esempio, acquistando in prima persona le azioni o le quote<sup>131</sup> per poi successivamente rivenderle a terzi). Così facendo, tuttavia, il socio di maggioranza (o la società per suo conto) sarebbe costretto a un esborso iniziale di 60 (il valore di liquidazione delle partecipazioni di minoranza) che solo in parte verrebbe compensato dalla rivendita delle azioni sul mercato: i soci subentranti, infatti, non pagherebbero più di 40 per quelle azioni<sup>132</sup>. Similmente, ove scegliesse di farsi carico in proprio dei recessi, acquistando in prima persona le partecipazioni dei soci di minoranza, sarebbe costretto a spendere 60 per azioni o quote che complessivamente valgono 40. Com'è evidente, il "payoff" dell'operazione per il socio di maggioranza diventa adesso negativo: per effetto del recesso, egli perde complessivamente 10 dall'operazione (20 - 10), che è esattamente la perdita di ricchezza netta causata da quest'ultima.

Il recesso corregge quindi gli incentivi della maggioranza, distogliendola dal compimento di operazioni distruttrici di ricchezza ma convenienti per la medesima poiché fonte di benefici privati, e lo fa trasferendo i costi dell'operazione in capo alla maggioranza, che per tale ragione non avrà più convenienza a realizzarla<sup>133</sup>.

Qui emerge quello che probabilmente rappresenta il principale beneficio che

---

<sup>131</sup> Anche questa, com'è noto, è un'opzione espressamente contemplata dalla disciplina del procedimento di liquidazione: cfr. 2437-*quater*, primo comma e 2473, quarto comma, c.c.

<sup>132</sup> Vi è chi ritiene che l'attuale disciplina non consenta ai terzi cui le partecipazioni dei recedenti siano eventualmente offerte di acquistarle per un prezzo inferiore al valore di liquidazione (M. CALLEGARI, *Art. 2437-quater*, in G. COTTINO *et al.*, *Il nuovo diritto societario*, vol. II, Zanichelli, Bologna, 2004, 1432; V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 251; D. GALLETI, *Art. 2437-quater*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, vol. II, Cedam, Padova, 2005, 1604), come invece qui ipotizziamo. L'interpretazione, tuttavia, non appare condivisibile. In primo luogo, essa risulta contraria alla complessiva *ratio* ispiratrice della disciplina, votata a minimizzare gli effetti negativi del recesso sul patrimonio sociale. Consentire ai terzi di acquistare le partecipazioni dei recedenti per un prezzo inferiore al valore di rimborso è coerente con tale obiettivo, poiché permette di ridurre gli oneri finanziari della società, che sarà tenuta esclusivamente a farsi carico della differenza fra il valore di rimborso e il prezzo di acquisto pagato dai subentranti. Al contrario, ritenere inammissibile un tale acquisto "a sconto" frustra tale finalità, poiché impone alla società di sobbarcarsi per intero il costo del recesso. In secondo luogo, l'interpretazione in esame trascura di considerare che il risultato di consentire l'acquisto "a sconto" delle partecipazioni dei recedenti può comunque essere raggiunto attraverso altre tecniche (ad esempio, attraverso un'operazione di acquisto delle azioni a prezzo pieno da parte della società e contestuale aumento di capitale a servizio dell'ingresso dei soci subentranti, con prezzo di emissione delle azioni pari al prezzo che questi si sarebbero resi disponibili a pagare in caso di subentro), le quali tuttavia risultano più articolate e complesse e dunque più onerose.

<sup>133</sup> In senso sostanzialmente conforme si esprime anche F. FORNASARI, *Quotazione sui mercati*, cit., 831 ("l'effetto della disciplina del recesso è dunque quello di imporre un prezzo rispetto a determinate decisioni della maggioranza in modo da creare un mercato interno alla società rispetto alla decisione. Ne conseguirebbe, pertanto, che la maggioranza adotterà una specifica decisione [...] esclusivamente qualora ritenga che la stessa incrementi il valore della partecipazione in maniera sufficiente per compensare il socio che desidera recedere").

l'istituto è in grado di apportare al governo delle società di capitali: esso costituisce un utile strumento per far sì che il potere riconosciuto alla maggioranza sia esercitato in maniera corretta e non abusiva<sup>134</sup>, ossia che risulti preordinato alla realizzazione di operazioni che arrechino beneficio a tutti i soci e dunque che accrescano il valore complessivo della società, come misurato dal valore delle azioni dei soci di maggioranza e dei soci di minoranza<sup>135</sup>.

Si noti di nuovo la maggior efficacia del recesso rispetto ai tradizionali rimedi contro l'abuso di maggioranza. Questi, come già sottolineato, richiedono agli azionisti di minoranza l'instaurazione di un costoso giudizio nell'ambito del quale è richiesto loro di dimostrare il danno subito (e il nesso di causalità con la decisione), nonché di fornire l'ancor più difficile prova dell'illegittimità della decisione della maggioranza: elementi che evidentemente scoraggiano l'azionista dall'esercizio del rimedio, incentivando *ex ante* la maggioranza all'uso abusivo del proprio potere. Il recesso, al contrario, non richiede nulla di tutto ciò. È sufficiente che la maggioranza decida il compimento dell'operazione perché il socio possa usufruire della protezione offerta da rimedio.

È interessante osservare che l'appena descritta funzione di "screening" o filtro delle operazioni inefficienti è del tutto analoga a quella realizzata dall'istituto dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria nel contesto delle operazioni di trasferimento del controllo societario. Anche l'o.p.a. impedisce le acquisizioni inefficienti (ossia le acquisizioni che riducono il valore globale della società ma risultano nondimeno convenienti per l'acquirente in ragione della sua particolare abilità nell'estrarre benefici privati del controllo) ribaltando su quest'ultimo i costi che l'operazione presenta per i soci di minoranza (costi rappresentati dalla diminuzione di valore delle azioni in loro possesso conseguente alla più elevata estrazione

---

<sup>134</sup> Com'è in parte già emerso dalle riflessioni che precedono, l'abuso della maggioranza è tradizionalmente inteso come l'utilizzo del potere a questa attribuito dal diritto societario per fini estranei rispetto a quelli per i quali esso è riconosciuto. Dal momento che l'esercizio di tale potere è vincolato al rispetto dell'interesse sociale (usualmente inteso, secondo i dettami dell'impostazione contrattualista oggi prevalente, come comune interesse dei soci), ne deriva che ogni decisione che risulti preordinata ad arricchire la maggioranza a discapito della minoranza (ossia, in altri termini, ad espropriare la minoranza) integra gli estremi dell'abuso. V. anche quanto osservato al par. 9 circa i rapporti fra recesso e rimedi volti al contrasto dell'abuso della maggioranza.

<sup>135</sup> Cfr. D. FISCHER, *The Appraisal Remedy*, cit., 876 ("appraisal is best understood as an implied contractual term that sets the minimum price at which the firm, or a part thereof, can be sold in situations where certain groups are more likely to attempt to appropriate wealth from other groups than to maximize the value of the firm. [...] Because real resources will be used in attempting to effectuate and prevent such schemes, the appraisal remedy, by minimizing their occurrence, may produce net gains to the benefit of all shareholders"), nonché M. MAUGERI, *Contratto*, cit., 123 ("dinanzi a una prescrizione negoziale che impone di liquidare ai soci uscenti il valore «reale» delle azioni, si riduce *ex ante* il rischio che gli amministratori programmino operazioni distruttive di ricchezza o comunque sottopongano all'assemblea dei soci deliberazioni il cui costo in termini di esborso dovuto ai recedenti sia superiore al beneficio in termini di incremento di valore della società").

di benefici privati da parte del primo)<sup>136</sup> e dunque eliminando ogni convenienza a realizzare l'operazione<sup>137</sup>. Recesso e o.p.a. risultano quindi perfetti equivalenti funzionali<sup>138</sup>. Il recesso, da questa prospettiva, costituisce una vera e propria "o.p.a. mascherata" sulle partecipazioni di minoranza che il legislatore impone (economicamente) alla maggioranza, per i fini che si sono detti (tutelare gli azionisti di minoranza rispetto ad operazioni pregiudizievoli e contestualmente assicurarsi che il potere riconosciuto alla maggioranza sia indirizzato verso l'adozione di decisioni efficienti), ogniquale volta quest'ultima compia le operazioni per le quali è previsto il rimedio<sup>139</sup>.

Fin qui abbiamo discusso di operazioni inefficienti ma convenienti per la maggioranza poiché caratterizzate da effetti redistributivi. Queste, tuttavia, non esauriscono il novero delle operazioni distruttrici di ricchezza. Può anche verificarsi l'eventualità che la maggioranza compia operazioni inefficienti e prive di effetti re-

---

<sup>136</sup> V., per tutti, L. BEBCHUK, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 *Quat. J. Econ.* 957 (1984), 960, 971. Anche la precisa meccanica di tale ribaltamento è del tutto analoga a quella del recesso: l'o.p.a. riconosce infatti all'azionista il diritto di vendere le proprie azioni all'offerente (secondo quella che, diversamente dal recesso (v. *supra*, nt. 77 e 78 e testo corrispondente), è a tutti gli effetti un'opzione *put*) per un prezzo che lo protegge dalle possibili ripercussioni negative che il trasferimento del controllo può produrre nella sua sfera patrimoniale (sebbene, come sottolineato da molti, al prezzo di accrescere i costi di transazione e scoraggiare quindi le acquisizioni efficienti: v. ad es. E. BERGLÖF-M. BURKART, *European takeover regulation*, 18 *Econ. Pol.* 171 (2003), 196).

<sup>137</sup> Convenienza che anche in questo caso deriverebbe dal fatto che a sopportare i costi dell'operazione sarebbero gli azionisti esterni al gruppo di controllo e non, invece, acquirente e alienante del c.d. pacchetto di controllo.

<sup>138</sup> Ed infatti, come notato da alcuni commentatori, in quegli ordinamenti, come il Delaware, dove il recesso opera essenzialmente in occasione di operazioni di trasferimento del controllo, esso costituisce uno strumento finalizzato a prevenire, secondo una meccanica analoga a quella dell'o.p.a. obbligatoria di matrice europea, le acquisizioni c.d. dissipative, che sarebbe altrimenti agevole realizzare sfruttando le difficoltà di coordinamento degli azionisti della società *target*: D. FISCHER, *The Appraisal Remedy*, cit., 878 s. Per una critica a questa ricostruzione, basata sulla constatazione che essa risulta incapace di spiegare la concreta configurazione legislativa del rimedio (ed in special modo le eccezioni introdotte dal legislatore del Delaware al suo riconoscimento), v. H. KANDA-S. LEVMORE, *The Appraisal Remedy*, cit., 435. Le forti analogie fra recesso e o.p.a. sono colte anche dalla dottrina italiana: v. ad es. C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 170, in nota, il quale osserva come recesso e o.p.a., pur nella loro marcata diversità "strutturale", offrano al socio una tutela largamente equivalente.

<sup>139</sup> L'unico elemento che differenzia i due istituti è rappresentato dal prezzo: nel caso del recesso, corrispondente al "*fair value*" delle partecipazioni dei soci di minoranza, a sua volta tendenzialmente corrispondente (e comunque mai inferiore) al prezzo di mercato di queste ultime (torneremo ampiamente sul punto nelle pagine che seguono), nel caso dell'o.p.a. corrispondente al miglior prezzo pagato dall'offerente nell'acquisizione del pacchetto di controllo e dunque capace di riflettere anche il c.d. "premio di controllo". Questa diversità è sottolineata anche da C. PASQUARIELLO, *Liquidazione della quota al socio recedente: criteri di liquidazione di mercato e proporzionali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6/2017, 787, la quale tuttavia, diversamente da quanto qui sostenuto, vi ravvisa un elemento da cui dedurre "la non sovrapposibilità funzionale" fra i due istituti.

distributivi, che in quanto tali danneggiano sul piano economico anche la maggioranza. Questo, a sua volta, può avvenire per due ordini di ragioni: *i*) la maggioranza verte in errore circa la convenienza economica dell'operazione; *ii*) l'operazione, dannosa per la maggioranza e la minoranza, risulta per la prima foriera di benefici privati *non pecuniari* tali da compensare la perdita pecuniaria che questa subisce per effetto dell'operazione<sup>140</sup>.

Il recesso protegge i soci di minoranza anche da questo tipo di operazioni, secondo la medesima meccanica sopra descritta. Inoltre – ed è l'aspetto meno intuitivo e più interessante in un'ottica tesa a comprendere come e in che misura lo strumento condizioni l'esercizio del potere da parte della maggioranza –, esso tende anche a ridurre l'incidenza di questo tipo di operazioni.

Con riferimento alle operazioni del primo tipo, il recesso agisce quale segnale dell'erroneità dell'operazione, che può indurre la maggioranza (che qui assumiamo essere in buona fede, ossia motivata dalla volontà di accrescere il valore della società, ma nondimeno vertente in errore circa la capacità dell'operazione di realizzare l'obiettivo) a riconsiderare i propri intendimenti<sup>141</sup>. Questo si rivela utile, ad esempio, in quei casi in cui la maggioranza è abituata a prendere le decisioni "in solitaria", senza il contributo di individui che non appartengano alla cerchia dei decisori abituali. In un contesto di questo tipo, le decisioni d'impresa sono esposte a problemi di *groupthink* che possono impedire alla società di cogliere gli svantaggi e i rischi di una data operazione<sup>142</sup>. Il recesso contribuisce a mitigare

---

<sup>140</sup> È ad esempio il caso dell'operazione di aggregazione inefficiente, motivata da ragioni di *empire building* o *hubris* (su cui v. rispettivamente (e senza pretesa di completezza) M.C. JENSEN, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 *Am. Econ. Rev.* 323 (1986); R. ROLL, *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, 59 *J. bus.* 197 (1986)). Ovviamente, solo nel caso *sub i*) la decisione è realmente "autolesionista", ossia tale da ridurre il benessere del soggetto che la realizza, contro il suo stesso interesse. Nel secondo caso, invece, la decisione accresce il complessivo benessere del soggetto che la compie (sebbene a spese dei soci di minoranza). A quest'ultimo proposito, deve osservarsi che la maggioranza può ben essere animata anche da obiettivi diversi dalla pura massimizzazione della propria ricchezza, ma è ragionevole ritenere che sia comunque sempre mossa dall'obiettivo di massimizzare la propria funzione di utilità (il proprio "benessere"). Si pensi alla delibera di trasformazione eterogenea in società o ente non lucrativo o a quella, per molti aspetti analoga anche se meno radicale, di trasformazione in società *benefit*: qui, chiaramente, l'intento non è massimizzare la propria ricchezza ma, per l'appunto, la propria personale utilità attraverso una decisione che genera benefici privati di carattere non pecuniario (quale il benessere psicologico prodotto da una decisione di chiara matrice altruistica, che promuova valori e ideali cui la maggioranza attribuisce grande importanza). E v. anche quanto osservato più avanti nel testo. In tema di recesso da trasformazione eterogenea v. A. PACIELLO, *Il diritto*, cit., 423 ss. e, in riferimento alle tesi espresse dall'Autore appena richiamato, le osservazioni svolte alla nt. 81.

<sup>141</sup> Naturalmente, può verificarsi anche la situazione opposta, ovvero che la maggioranza rimanga ferma nelle proprie (errate) convinzioni. Come vedremo meglio oltre, quando è così essa non esiterà a farsi carico dei recessi, ritenendo (erroneamente) di acquistare le partecipazioni dei soci di minoranza a sconto.

<sup>142</sup> Il "*groupthink*" allude a fenomeni di soppressione del dissenso e del pensiero critico all'in-

questo tipo di problemi, fornendo alla maggioranza un potente segnale esterno circa la non convenienza dell'operazione.

Con riferimento alle operazioni del secondo tipo, il recesso ne riduce l'incidenza poiché le rende meno convenienti per la maggioranza. Per effetto del recesso, infatti, quest'ultima dovrà farsi carico non solo della minusvalenza che l'operazione produce sulla propria partecipazione, ma anche di quella prodotta sulle partecipazioni di minoranza. Il che è dire che dovrà sobbarcarsi l'intero costo dell'operazione, che in assenza del recesso sarebbe stato scaricato *pro quota* sugli azionisti di minoranza. Questo può alterare l'esito del calcolo costi/benefici alla base della decisione iniziale in favore dell'operazione, inducendo la maggioranza a desistere dai propri propositi ogniqualvolta il beneficio non pecuniario ricavabile dall'operazione non vale l'intero costo pecuniario della stessa. Si noti come anche in questo caso il recesso contribuisca ad indirizzare l'agire della maggioranza verso decisioni efficienti. Infatti, la scelta di porre in essere un'operazione distruttrice di ricchezza ma capace di generare benefici privati non pecuniari ritenuti di valore più elevato rispetto ad una tale perdita è pur sempre una decisione efficiente, poiché risulta capace di accrescere il benessere di chi la pone in essere senza ridurre quello di nessun'altro; ed è proprio il recesso che consente di ottenere questo risultato, trasferendo l'intero costo monetario dell'operazione in capo a chi ha il potere di compierla ed evitando pertanto il compimento di operazioni dove il beneficio non pecuniario ricavabile dal socio di controllo è inferiore al costo economico dell'operazione, ma che il socio ha comunque convenienza a realizzare perché parte di quel costo è sopportato dagli azionisti di minoranza.

### 13. Recesso e operazioni efficienti

Appurata la capacità del recesso di bloccare le operazioni inefficienti, si tratta di comprendere quale sia l'impatto del rimedio sulle operazioni efficienti, da intendersi come le operazioni che creano nuova ricchezza netta, accrescendo il valore complessivo delle partecipazioni sociali. Qui il ragionamento si fa più articolato.

In linea di principio, il recesso non dovrebbe porre ostacoli alla realizzazione di questo tipo di operazioni. Si considerino in primo luogo le operazioni efficienti in senso paretiano, ossia quelle che creano nuova ricchezza senza incidere negativamente sul benessere dei diversi soggetti coinvolti. Il socio di minoranza non ha interesse a recedere di fronte a questo tipo di operazioni, poiché esse accrescono anche il valore della sua partecipazione (o tutt'al più lo lasciano inalte-

---

terno di gruppi ristretti, in nome del desiderio di giungere a una decisione unanimemente condivisa e così preservare la coesione del gruppo. In tema v. I.L. JANIS, *Victims of Groupthink. A Psychological Study of Foreign-Policy Decisions and Fiascoes*, Houghton Mifflin, Boston, 1972.

rato, come nel caso-limite in cui l'operazione risulti strutturata in modo tale da riservare alla maggioranza l'intero *surplus*). Nell'uno e nell'altro caso, la scelta di recedere non comporterebbe alcun reale beneficio per il socio<sup>143</sup>, il quale, per tale ragione, non dovrebbe avere incentivo a far uso di una tale prerogativa.

Peraltro, anche ipotizzando che il socio decida in senso diverso, ad esempio perché in errore circa gli effetti dell'operazione sul valore della propria partecipazione o perché mosso dall'obiettivo di sfruttare la minaccia di recesso per condizionare la maggioranza, quest'ultima non incontrerebbe difficoltà a sostituirlo con nuovi soci subentranti<sup>144</sup> (ad esempio secondo il meccanismo espressamente previsto al quarto comma dell'art. 2437-*quater* o attraverso tecniche equivalenti)<sup>145</sup>. Infatti, fintantoché l'operazione presenta un qualche vantaggio per la minoranza, costoro troverebbero conveniente subentrare perché pagherebbero per la quota o le azioni del recedente un prezzo inferiore rispetto al loro valore effettivo<sup>146</sup>. Di più: per le medesime ragioni, la maggioranza stessa troverebbe conveniente acquistare in proprio la partecipazione del recedente<sup>147</sup>. L'eventuale recesso del socio, pertanto, in ogni caso non ostacolerebbe il compimento dell'operazione<sup>148</sup>.

---

<sup>143</sup> Nel primo caso, il socio riceverebbe una somma di denaro che, non riflettendo l'incremento di valore generato dall'operazione, risulterebbe inferiore all'effettivo valore della sua partecipazione. Sarebbe più conveniente per il socio vendere le proprie quote o azioni sul mercato, poiché questo gli permetterebbe di ottenere una somma di denaro superiore, in quanto incorporante il valore netto attuale della frazione di *surplus* di cui beneficerebbe la sua partecipazione. In questo caso, il recesso costituirebbe una decisione "autolesionista" per il socio (e dunque irrazionale), poiché determinerebbe una complessiva riduzione del valore del suo patrimonio (e dunque del suo benessere). Nel secondo caso, egli riceverebbe una somma di denaro che coincide con il valore della sua partecipazione e dunque, anche stavolta, in via di principio non dovrebbe avere interesse a recedere, poiché una tale scelta non recherebbe alcun reale beneficio alla sua sfera economico-patrimoniale.

<sup>144</sup> Lo si è già osservato, con più specifico riferimento al recesso previsto in occasione dell'inizio dell'attività di direzione e coordinamento, in S. GILOTTA, *Diritto di recesso*, cit., 599 s.

<sup>145</sup> Ad esempio, come già osservato, acquistando in proprio le partecipazioni per poi rivenderle sul mercato: v. *supra*, nt. 131.

<sup>146</sup> L'unico caso in cui il socio subentrante non ha un vero e proprio incentivo ad acquistare le partecipazioni del recedente è quando l'operazione riserva l'intero *surplus* alla maggioranza. In questo caso, infatti, il prezzo pagato per le partecipazioni del recedente coincide con il loro valore, cosa che rende il terzo indifferente rispetto all'opzione rappresentata dal subentro. Come già detto, tuttavia, questo è un vero e proprio caso-limite. Assumendo l'esistenza di un efficiente e liquido mercato delle partecipazioni (rimuoveremo questa assunzione al paragrafo seguente), è sufficiente riservare alla minoranza una frazione minima del *surplus* per garantirsi il collocamento delle partecipazioni dei recedenti.

<sup>147</sup> Com'è noto, anche questa è un'opzione espressamente contemplata dall'attuale disciplina del procedimento di liquidazione: v. 2437-*quater*, primo, secondo e terzo comma.

<sup>148</sup> In linea con quanto osservato nel testo, C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 180, afferma che "nella misura in cui i soggetti che ritengono economicamente vantaggioso investire nel mutato contesto societario [gli eventuali soci subentranti: n.d.a.] superano quelli che valutano non conveniente

Si considerino in secondo luogo le operazioni efficienti nel senso di Kaldor-Hicks, ossia quelle che creano nuova ricchezza netta *danneggiando la minoranza*. Com'è noto, l'efficienza di questo tipo di operazioni risiede nel fatto che il beneficio tratto dalla maggioranza è maggiore del danno arrecato alla minoranza, per cui la prima potrebbe compensare appieno la seconda e trarre comunque profitto dall'operazione<sup>149</sup>.

Ebbene, contrariamente a quanto ci si potrebbe aspettare, il recesso non impedisce nemmeno questo tipo di operazioni. Com'è ovvio, il socio di minoranza ha qui un chiaro interesse a recedere, poiché l'operazione riduce il valore della sua partecipazione. Tuttavia, diversamente da quanto visto con riferimento alle operazioni dannose per la minoranza e *inefficienti*, il recesso non ha l'effetto di rendere l'operazione sconsigliata per la maggioranza. Come appena osservato, infatti, il vantaggio ricavato da quest'ultima risulta superiore al pregiudizio arrecato alla minoranza (altrimenti l'operazione non potrebbe considerarsi efficiente nel senso di Kaldor-Hicks), ragion per cui la maggioranza può far fronte alle richieste di recesso dei soci di minoranza, vuoi in proprio acquistando le partecipazioni, vuoi offrendole a soggetti terzi e pagando la differenza fra il prezzo pagato da costoro e la somma liquidata ai recedenti, e comunque ricavare un guadagno dall'operazione.

Il recesso non riduce dunque l'incentivo a promuovere operazioni con le caratteristiche appena descritte; esso si limita a rimuoverne i profili di iniquità, imponendo alla maggioranza la piena compensazione della minoranza danneggiata. Il recesso, in altre parole, agendo sulla distribuzione del *surplus* trasforma l'operazione efficiente nel senso di Kaldor-Hicks in un'operazione efficiente in senso paretiano, nella quale l'accrescimento del valore delle partecipazioni dei soci di maggioranza non diminuisce il "benessere" dei soci di minoranza.

---

continuare a partecipare a tale iniziativa, essa non subisce alcuna conseguenza pregiudizievole" (vale a dire, il recesso non determina alcun depauperamento della società).

<sup>149</sup> Poiché anche le operazioni in questione, per le ragioni illustrate nel testo, creano nuova ricchezza netta, in via di principio non vi è interesse a impedirle (in un'ottica tesa alla massimizzazione del benessere collettivo). In realtà, quanto appena affermato rimane vero a condizione che la minoranza ottenga *effettivamente* pieno ristoro del pregiudizio subito. La compensazione, in altre parole, deve essere reale e non semplicemente ipotetica (come lo è sempre quando il beneficio ottenuto dai soci avvantaggiati supera il pregiudizio arrecato ai soci svantaggiati). Consentire alla maggioranza di realizzare operazioni efficienti ma dannose per i soci di minoranza senza prevedere alcuna forma di compensazione per questi ultimi produrrebbe infatti fenomeni di selezione avversa nel mercato dei capitali, rendendo più onerosa (e nei casi più gravi impedendo *tout court*) la raccolta del capitale di rischio da parte delle società. Come osserveremo a breve nel testo, il recesso rappresenta una tecnica per garantire una tale compensazione *ex post* dei soci danneggiati. Sul punto v. quanto osservato da F. DENOZZA, *Rules vs. standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni «virtuali»*, in *Giur. comm.*, 3/2000, I, 329 ss., il quale, con riferimento alle compensazioni nell'ambito dei gruppi di società, ma con riflessioni che è possibile estendere anche al contesto in esame, giudica inefficienti le compensazioni meramente "virtuali", ossia quelle consentite da regole sui gruppi che stabiliscano la legittimità di decisioni dannose per la società eterodiretta ma astrattamente capaci di conferire a quest'ultima benefici di tipo compensativo, senza però imporre alcuna specifica ed effettiva compensazione.

Pertanto, anche da questa particolare angolazione emerge la capacità del recesso di indirizzare la maggioranza verso un utilizzo “virtuoso” del potere ad essa assegnato, inducendola a strutturare le operazioni creatrici di nuova ricchezza netta in senso non pregiudizievole per gli azionisti di minoranza.

Le osservazioni appena compiute indicano anche che il recesso rappresenta uno strumento di tutela della minoranza superiore agli strumenti costruiti come “*property rules*”<sup>150</sup>, ossia quali strumenti interdittivi che conferiscono alla minoranza il potere, diretto o indiretto, di impedire l’adozione della decisione. Come già ricordato, agli strumenti in questione possono ascriversi i *quorum* deliberativi rafforzati nonché le regole, funzionalmente analoghe a questi ultimi<sup>151</sup>, che per l’approvazione della decisione richiedono l’assenso della “maggioranza della minoranza”<sup>152</sup> o della maggioranza dei soci su cui ricadono gli effetti negativi della decisione (quando questa è tale da incidere solo su alcuni soci)<sup>153</sup>.

Gli strumenti in questione si prestano ad un utilizzo abusivo<sup>154</sup>, dove l’obiettivo non è quello di impedire operazioni che la minoranza giudica dannose, ma ricattare la maggioranza con l’obiettivo di ottenere una frazione del *surplus* superiore rispetto a quanto spetterebbe al socio sulla base della partecipazione posseduta. Per quanto appena visto, il recesso – e qui sta l’affermata superiorità del rimedio – non presenta un simile inconveniente: esso blocca le operazioni dannose per la minoranza senza prestarsi ad utilizzi opportunistici che possano ostacolare la realizzazione di quelle non pregiudizievoli per quest’ultima (e quindi in principio efficienti)<sup>155</sup>.

---

<sup>150</sup> V. *supra*, nt. 116.

<sup>151</sup> L’analogia sta nel fatto che il *quorum* deliberativo rafforzato, similmente alla regola della “maggioranza della minoranza”, permette a una minoranza di impedire l’adozione di una decisione in favore della quale è stato espresso un più ampio numero di voti. Sul punto v. per tutti R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, XIII ed., Giappichelli, Torino, 2023, 355 s.

<sup>152</sup> L’esempio probabilmente più importante è quello delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza, in riferimento alle quali è previsto che l’operazione, in caso di parere negativo del comitato di amministratori indipendenti chiamato a valutarne la convenienza, possa essere sottoposta all’approvazione dell’assemblea, che esprime il proprio voto a maggioranza degli azionisti non correlati, ossia, essenzialmente, quelli esterni al gruppo di controllo. V. gli artt. 8, secondo comma e 11, terzo comma, del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate.

<sup>153</sup> Nell’ordinamento italiano, un esempio di quest’ultimo tipo di regola è fornito dall’art. 2376 c.c., il quale, com’è ben noto, prevede che le delibere dell’assemblea generale che modificano *in peius* i diritti degli azionisti di categoria debbano essere approvate “anche dall’assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata” (ossia, in buona sostanza, dalla maggioranza di questi ultimi).

<sup>154</sup> Lo riconosce anche R. SACCHI, *Tutela reale*, cit., 148, con riguardo al rimedio dell’impugnazione, anch’esso, come già sottolineato (*supra*, nt. 118), ascrivibile al *genus* delle *property rules*.

<sup>155</sup> Tutt’al più, come osserveremo più avanti, esso può presentare il difetto di non permettere alla minoranza di ottenere una più equa distribuzione del *surplus* derivante dall’operazione. Avremo modo di constatare, tuttavia, che un tale inconveniente risulta a conti fatti di limitato rilievo.

#### 14. Il ruolo dei costi di transazione

Le riflessioni svolte al paragrafo che precede, tuttavia, sono ancora parziali, poiché omettono di considerare un elemento chiave ai fini della complessiva funzionalità del recesso: i costi di transazione legati alla sostituzione del socio recedente. Quando quei costi sono elevati – e si tratta di una situazione oltremodo frequente, caratteristica di tutte le società per le quali non vi sia un efficiente mercato secondario delle partecipazioni<sup>156</sup> – il recesso cessa di essere uno strumento innocuo per le operazioni creatrici di valore.

Il motivo è subito detto. In presenza di elevati costi di transazione, diviene costoso per la maggioranza sostituire il recedente con soggetti terzi subentranti e questo apre la porta ad un utilizzo strategico del recesso<sup>157</sup>: il socio è consapevole del fatto che la maggioranza non è in condizione di sostituirlo agevolmente ove egli intenda recedere a fronte di un'operazione che accresce (o al più non riduce) il valore della sua partecipazione e può così sfruttare la minaccia del recesso per tentare di far proprio, in tutto o in parte, il *surplus* generato dall'operazione<sup>158</sup>. Questo utilizzo strategico (e opportunistico) del rimedio incide negativamente sugli incentivi della maggioranza, che sarà meno propensa a promuovere operazioni creatrici di valore.

A quanto appena osservato potrebbero però muoversi due rilievi, su cui è opportuno soffermarsi subito. In primo luogo, potrebbe obiettarsi che la maggioranza può rimediare alle difficoltà connesse alla sostituzione del socio recedente ac-

<sup>156</sup> I costi di sostituzione del socio sono funzione del grado di liquidità della partecipazione e questo, com'è intuitivo, dipende dall'esistenza di un attivo e liquido mercato secondario. Solo un ridotto (per quanto rilevante) sottoinsieme delle società di capitali, quello costituito dalle società quotate, vede la presenza di un mercato secondario con le caratteristiche accennate. Al contrario, per la grande maggioranza delle società di capitali tale mercato non esiste e la partecipazione sociale è conseguentemente illiquida (in alcuni casi – si pensi alle società di dimensioni ridotte e a ristretta base partecipativa e correlata impronta personalistica – fino al punto che gli unici possibili acquirenti della partecipazione sono di fatto gli altri soci).

<sup>157</sup> Nel nostro ordinamento il problema è esacerbato, per le s.p.a., dal termine relativamente breve (90 giorni) a disposizione della società per revocare la delibera da cui origina il recesso (art. 2437-bis, c. 3). In un contesto di elevata illiquidità della partecipazione, il termine in questione non offre alla società tempo sufficiente per provare a collocare le azioni o la quota del recedente presso terzi, vanificando così nei fatti una tale opzione. Deve però osservarsi che la società può rimediare efficacemente al problema condizionando l'efficacia della delibera al reperimento di terzi disposti a subentrare agli eventuali soci recedenti.

<sup>158</sup> Sottolinea il possibile utilizzo opportunistico del recesso D. GALLETTI, *Art. 2437*, cit., 1484, osservando altresì (p. 1487) come il diritto positivo “preclud[a] qualunque sindacato sui motivi del recedente” e pertanto “rifiut[ti] l'eventualità di un sindacato giudiziario sull'abuso del potere di recesso”; ID., *Art. 2473*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, vol. III, Cedam, Padova, 2005, 1907. V. tuttavia quanto osservato al cap. 4, par. 3, circa la necessità che la prerogativa sia comunque esercitata nel rispetto del generale principio di buona fede e correttezza.

quistandone essa stessa la quota o le azioni<sup>159</sup>. In tal modo, essa eviterebbe di incorrere negli elevati costi connessi alla ricerca di possibili nuovi acquirenti. Inoltre, l'acquisto avverrebbe a condizioni di favore (o comunque non penalizzanti), poiché il prezzo pagato corrisponderebbe al valore della partecipazione prima del compimento dell'operazione e dunque non incorporerebbe l'eventuale plusvalenza legata alla frazione di *surplus* spettante al recedente<sup>160</sup>. La maggioranza realizzerebbe dunque un guadagno dall'operazione di *buyout* del recedente, facendo propria la frazione di *surplus* legato all'operazione spettante a quest'ultimo, e questo, a sua volta, le fornirebbe un incentivo a procedere in tal senso in tutti quei casi in cui i costi di sostituzione del recedente sono elevati.

L'obiezione, tuttavia, trascura di considerare che il *buyout* del recedente, pur astrattamente vantaggioso per la maggioranza per le ragioni appena viste, è un'operazione che ha i suoi costi. In primo luogo, il socio di maggioranza può non possedere le risorse finanziarie necessarie a sobbarcarsi personalmente i costi del recesso. Quando è così (come tipicamente accade quando la quota di capitale che decide di recedere è significativa), la maggioranza sarà costretta a ricorrere a costosi finanziamenti esterni per effettuare l'operazione<sup>161</sup>. In secondo luogo, anche laddove il socio possieda sufficienti risorse proprie per realizzare il *buyout*, l'operazione può determinare un'indesiderata concentrazione di rischio, richiedendo che un'ulteriore frazione del patrimonio del socio venga investita nella società. Tali costi spesso annullano il vantaggio rappresentato dalla possibilità di acquistare a sconto le partecipazioni dei recedenti, rendendo il *buyout* un'opzione incapace di neutralizzare il problema dell'esercizio strategico del recesso.

Il secondo rilievo concerne le implicazioni dell'uso strategico del recesso. Potrebbe osservarsi che l'utilizzo del rimedio nel senso che si è detto non rappresenta (o non rappresenta necessariamente) una distorsione foriera di effetti negativi sul governo della società. L'uso strategico del recesso può favorire una più equilibrata distribuzione del *surplus* fra maggioranza e minoranza, impedendo che la prima se ne appropri per intero o quasi per intero. Detto altrimenti,

---

<sup>159</sup> Nell'attuale disciplina, com'è ben noto, questo rappresenta il primo passaggio in cui si articola il procedimento di liquidazione delle azioni e regole analoghe nella sostanza sono previste per le quote di s.r.l. V. rispettivamente gli artt. 2437-*quater*, primo comma, e 2473, terzo comma, c.c.

<sup>160</sup> Si noti che quando l'operazione è strutturata in modo tale da riconoscere una frazione del *surplus* alla minoranza, il riacquisto della partecipazione da parte della maggioranza realizza un trasferimento di ricchezza dalla prima in favore della seconda: la maggioranza pagherebbe infatti per le partecipazioni della minoranza un valore inferiore al loro valore effettivo, così effettivamente espropriandola. Com'è evidente, tuttavia, il trasferimento di ricchezza in questione avverrebbe per volere della stessa minoranza, in conseguenza della scelta – autolesionistica – di recedere a fronte di un'operazione che accresce il valore della partecipazione.

<sup>161</sup> Si noti che l'illiquidità della partecipazione incide negativamente su quei costi, rendendo il finanziatore riluttante ad accettare in garanzia (se non a forte sconto) le partecipazioni del socio receduto a fronte del finanziamento erogato per il loro acquisto.

la minaccia del recesso può fungere da utile arma negoziale per rendere più eque le (efficienti) operazioni divise dalla maggioranza, ossia per far sì che le stesse siano strutturate in maniera tale da realizzare una più equilibrata distribuzione dei vantaggi fra maggioranza e minoranza<sup>162</sup>. Questo, a sua volta, può rappresentare un fattore di efficienza. La prospettiva di una più equa distribuzione del *surplus*, infatti, incoraggia *ex ante* l'investimento di minoranza e dunque riduce il costo del capitale.

A un tale rilievo possono muoversi due obiezioni. In primo luogo, la possibilità di un utilizzo strategico dell'istituto, finalizzato a incidere sulla distribuzione del *surplus* in senso più favorevole alla minoranza, incide *in ogni caso negativamente* sugli incentivi della maggioranza, la quale viene comunque scoraggiata *ex ante* dall'intraprendere operazioni creatrici di valore<sup>163</sup>. Anche muovendo dall'assunzione, alquanto irrealistica, che l'obiettivo sotteso alla scelta di utilizzare strategicamente il rimedio sia sempre quello di riequilibrare la distribuzione del *surplus* e mai quello di tentare di appropriarsene per intero o in misura sproporzionata, non è detto che il vantaggio derivante da tale più equilibrata distribuzione sia effettivamente maggiore del costo legato ai minori incentivi della maggioranza.

In secondo luogo, non può trascurarsi il fatto che il diritto societario contiene un insieme di strumenti che limitano la capacità della maggioranza di far proprio l'intero *surplus* legato all'operazione. Gli strumenti in questione sono sia di tipo specifico, ossia legati alla specifica decisione od operazione da cui origina il diritto di recesso (si pensi alla determinazione del rapporto di cambio nelle fusioni, soggetta al controllo del collegio sindacale e dell'esperto indipendente proprio allo scopo di garantire che esso sia congruo e dunque non penalizzante per alcuno dei soci coinvolti nell'operazione), sia di natura generale (si consideri il principio di parità di trattamento degli azionisti, finalizzato proprio a evitare ingiustificati favoritismi – e correlative discriminazioni – fra soci<sup>164</sup>, ma anche il principio di buona fede, che può ben essere esteso dal campo tradizionale delle operazioni con valenza espropriativa a quelle che, pur non danneggiando la minoranza, la escludono dalla percezione di vantaggi e benefici che, in quanto afferenti all'ente-società e non alla maggioranza in quanto tale, dovrebbero astrattamente distribuirsi fra tutti i soci *pro quota*). L'esistenza di questi strumenti mitiga il pericolo che le decisioni creatrici di valore siano sistematicamente strutturate in maniera tale da ri-

---

<sup>162</sup> In linea con le osservazioni appena compiute, la dottrina italiana sottolinea spesso la valenza del recesso quale arma di negoziazione finalizzata ad allineare maggiormente l'operazione agli interessi della minoranza: v. per tutti C. ANGELICI, *La riforma*, cit., 86.

<sup>163</sup> L'osservazione riecheggia argomenti già avanzati nell'ambito della riflessione concernente la disciplina del trasferimento del controllo nelle società quotate: v. per tutti F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *Corporate control transactions*, 91 *Yale L. J.* 698 (1981).

<sup>164</sup> Per una recente rivisitazione del ruolo e della portata del principio sia consentito rinviare a S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Giuffrè, Milano, 2022, 191 ss.

servare alla maggioranza la totalità o la quasi totalità del *surplus*, riducendo correlativamente l'utilità del recesso come strumento per indurre la maggioranza a distribuirlo in maniera più equilibrata.

15. Segue: *gli effetti di sovra-compensazione legati all'uso di criteri di liquidazione miranti a garantire al socio il fair value della partecipazione*

Vi è poi un ulteriore – e probabilmente più grave – problema. In un contesto caratterizzato da elevati costi di transazione, il recesso tende a premiare oltremisura il socio, poiché gli permette di ottenere una somma di denaro superiore rispetto a quanto egli ricaverebbe dalla vendita della partecipazione in assenza della decisione che legittima il ricorso al rimedio.

Questo effetto di sovra-compensazione è legato ai criteri di determinazione del prezzo di rimborso. Questi, per come oggi comunemente articolati, interpretati e applicati (non solo in Italia), riconoscono al socio il “*fair value*” della partecipazione, ossia il suo valore “reale” o “effettivo”, dando rilievo a elementi, quali l'avviamento e le prospettive reddituali della società, che usualmente non emergono (o non emergono appieno) dai valori di bilancio.<sup>165</sup> La determinazione del prezzo di liquidazione secondo gli appena accennati criteri di *fair value* permette al socio di ottenere una somma di denaro pari (se non spesso superiore)<sup>166</sup> al valore di mercato delle sue quote o azioni, *sollevandolo* – e qui sta l'effetto di sovra-compensazione – *dai costi di transazione* (elevati o comunque non irrilevanti *by hypothesis*) *che costui avrebbe altrimenti inevitabilmente dovuto sopportare* nel caso di un'effettiva vendita della propria partecipazione.

La possibilità di ottenere, attraverso il recesso, più di quanto potrebbe ricavarsi attraverso un'operazione di vendita della partecipazione sul mercato altera gli incentivi all'esercizio del rimedio, rendendo conveniente recedere anche in occasione di operazioni capaci di accrescere il valore della partecipazione del socio e dunque (assumendo che la maggioranza non abbia interesse a promuovere operazioni che riducano il valore delle proprie partecipazioni)<sup>167</sup> presumibilmente efficienti. Anche in questo caso, un semplice esempio numerico aiuta a comprendere meglio quanto appena affermato. Si ipotizzi che in applicazione dei criteri di liquidazione legali la partecipazione del socio venga valutata 10 – valore che, sempre per ipotesi, coincide con il prezzo che un terzo si renderebbe effettivamente

<sup>165</sup> Offriremo una trattazione più articolata del tema, corredata dei necessari riferimenti bibliografici, nelle pagine che seguono. V. *infra*, cap. 3, par. 3 e 5.

<sup>166</sup> V. quanto osservato *infra*, testo afferente alla nt. 170.

<sup>167</sup> Abbiamo osservato (*supra*, nt. 140 e testo afferente) che in presenza di elevati benefici privati non pecuniari la maggioranza potrebbe avere interesse a realizzare operazioni che riducono il valore della propria partecipazione. Tuttavia, possiamo considerare il caso in questione eccezionale.

disponibile ad offrire per quella partecipazione ad esito di una negoziazione libera e pienamente informata – e che a seguito e per effetto dell’operazione che legittima il recesso la partecipazione varrebbe 11. In un contesto caratterizzato da costi di transazione nulli (è lo scenario che si è discusso al par. 13), il socio non avrebbe interesse a recedere, poiché riceverebbe una somma di denaro inferiore a quanto egli realizzerebbe (si noti: *senza costi*) attraverso la vendita della propria partecipazione sul mercato. Si ipotizzi, tuttavia, che vendere la partecipazione imponga al socio costi di transazione pari a 2<sup>168</sup>. In questo caso, al socio conviene recedere nonostante l’operazione accresca il valore della sua partecipazione, poiché così facendo egli ottiene una somma di denaro (10) superiore a quella (11 – 2 = 9) che ricaverebbe non esercitando il recesso e vendendo la propria partecipazione<sup>168-bis</sup>.

Dove i costi di transazione sono elevati il recesso offre quindi al socio una vantaggiosa “finestra di liquidità” che gli consente di realizzare il valore monetario della propria partecipazione senza dover sopportare i costi usualmente associati ad una tale operazione (ossia quelli legati all’alienazione della medesima sul mercato). Se l’aumento di valore della partecipazione che si realizza per effetto dell’operazione è inferiore a tali costi, il socio troverà comunque conveniente recedere.

Si noti che questo effetto di sovra-compensazione – direttamente proporzionale all’entità dei costi di transazione – contribuisce a conferire credibilità alla minaccia di recesso nelle ipotesi in cui il socio utilizzi il rimedio strategicamente con l’obiettivo di ricattare la maggioranza per ottenere una più ampia frazione del *surplus* generato dall’operazione: la minaccia di recesso è particolarmente credibile in questi casi perché il socio trova conveniente recedere anche nell’ipotesi in cui la maggioranza decida di non venire incontro alle sue richieste. Una eventuale scelta in quest’ultimo senso, quindi, non avrebbe l’effetto di “smascherare” la *bluff* e indurre il socio a ritornare sui suoi passi, revocando la scelta di recedere<sup>169</sup>.

---

<sup>168</sup> Come già ampiamente sottolineato, i costi in questione sono legati all’assenza di un attivo mercato delle partecipazioni in quella società e si concretizzano dunque principalmente nei costi di ricerca della controparte.

<sup>168-bis</sup> È vero che la somma in questione è pur sempre inferiore al valore teorico della partecipazione del socio (11) e scegliere di mantenere la partecipazione anziché recedere permette di conservare quel valore. Deve osservarsi, tuttavia, che il socio quel valore teorico non ha modo di realizzarlo, ragion per cui riterrà in ogni caso preferibile recedere fintantoché questa opzione gli garantirà un corrispettivo superiore rispetto al corrispettivo netto ricavabile attraverso la cessione della partecipazione.

<sup>169</sup> Non è chiaro, peraltro, se, nel nostro ordinamento, il socio abbia effettivamente a disposizione una tale opzione. I generali principi civilistici in materia di atti unilaterali recettizi (fra cui rientra, secondo i più, anche la dichiarazione di recesso) depongono infatti in senso contrario: v. sul punto M. CALLEGARI, *Art. 2437-bis*, in G. COTTINO *et al.*, *Il nuovo diritto societario*, vol. II, Zanichelli, Bologna, 2004, 1416; EAD., *Note in tema di condizione e revoca del recesso*, in *Giur. it.*, 12/2007, 2777; N. CIOCCA, *Il recesso*, cit., 206 s.; G. MARASÀ, *Commento*, cit., 794. In giurisprudenza v. Trib. Milano, 5 marzo 2007, in *Giur. it.*, 12/2007, 2775. In favore dell’idea che il socio possa revocare la propria decisione di recedere si esprimono invece S. CARMIGNANI, *Art. 2437-bis*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, t. II, Giappichelli, Torino, 2003, 887 s.; G.

I problemi di sovra-compensazione che si sono appena discussi risultano poi esacerbati ogniqualevolta i criteri di calcolo del valore di liquidazione garantiscano al socio una somma di denaro di fatto *superiore* a quella che quest'ultimo otterrebbe attraverso la vendita della partecipazione sul mercato. Una tale evenienza si verifica tipicamente allorché le metodologie utilizzate per individuare il valore di liquidazione non tengano in considerazione elementi – come il fatto che le azioni o la quota del recedente rappresentino una partecipazione di minoranza inidonea a conferire qualsivoglia significativa influenza nella società o siano, per l'appunto, scarsamente liquide – che il mercato tende invece a scontare<sup>170</sup>.

Come in parte già accennato, ove invece i costi di transazione sono nulli o trascurabili gli effetti di sovra-compensazione appena sottolineati – e le conseguenti distorsioni negli incentivi all'esercizio del rimedio – non si producono. Da un lato, infatti, proprio in ragione del fatto che la cessione della partecipazione sul mercato non presenta costi di transazione, l'applicazione dei criteri di *fair value* conduce all'individuazione di una somma di denaro generalmente coincidente con quella che il socio ricaverebbe dalla vendita della partecipazione o che comunque si discosta da quest'ultima in misura meno accentuata rispetto a quanto non avvenga in presenza di elevati costi di transazione. Dall'altro, per la determinazione del prezzo di rimborso delle partecipazioni caratterizzate da costi di transazione bassi o trascurabili il legislatore si affida usualmente proprio al prezzo di mercato<sup>171</sup>, scelta che tende a eliminare o comunque a ridurre eventuali discrepanze fra prezzo di rimborso e prezzo che il socio riceverebbe ad esito della vendita della propria partecipazione<sup>172</sup>.

## 16. Alcune considerazioni di sintesi

L'analisi che precede dimostra che i costi di transazione legati alla sostituzione del socio recedente giocano un ruolo fondamentale nella complessiva “funzionali-

---

FAUCEGLIA, *Di alcune questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Società*, 6/2019, 737; A. PACIELLO, *Art. 2437-bis*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali: commentario*, vol. II, Jovene, Napoli, 2004, 1121.

<sup>170</sup> Torneremo su questo aspetto al cap. 3, allorché ci occuperemo dei difetti degli attuali criteri di liquidazione.

<sup>171</sup> Com'è ben noto, la disciplina attuale prevede che il prezzo di rimborso delle azioni di società quotate su mercati regolamentati (il gruppo più numeroso ed economicamente significativo di società caratterizzate da bassi costi di sostituzione del recedente) venga determinato sulla base dei prezzi di borsa delle azioni.

<sup>172</sup> Naturalmente, l'effettiva capacità del criterio del prezzo di mercato di eliminare le accennate discrepanze dipende dalla sua concreta strutturazione. Come vedremo meglio più avanti, la scelta del legislatore italiano di affidarsi ad una media di prezzi di borsa, calcolata su un periodo relativamente lungo, si presta a generare tali discrepanze. V. *infra*, cap. 3, parr. 4 e 6.

tà” dell’istituto del recesso. Dove quei costi sono bassi o trascurabili, il recesso si rivela (pur con alcuni limiti di cui discuteremo più avanti) uno strumento capace di impedire le operazioni distruttrici di ricchezza (ma vantaggiose per la maggioranza perché aventi natura redistributiva) *senza ostacolare quelle efficienti*, imponendo tutt’al più che esse vengano strutturate in senso non dannoso per la minoranza. Queste caratteristiche lo rendono uno strumento di *governance* efficiente, capace di indirizzare la maggioranza verso un utilizzo virtuoso del proprio potere, finalizzato a creare valore per tutti i soci. Le conclusioni cambiano, invece, in presenza di elevati costi di transazione: in questo caso, il rimedio appare comparativamente meno efficiente, poiché cessa di essere innocuo per le operazioni efficienti (e non inique)<sup>173</sup>. Le difficoltà legate alla sostituzione del recedente aprono spazio a un utilizzo opportunistico del recesso, finalizzato ad ottenere una più ampia frazione del *surplus* generato dall’operazione<sup>174</sup>. Quel che è peggio, l’applicazione di criteri di liquidazione orientati al *fair value* genera effetti di sovracompensazione che alterano gli incentivi all’utilizzo del rimedio, rendendo conveniente recedere anche in presenza di operazioni capaci di accrescere il valore della quota o delle azioni del socio di minoranza.

È vero che ove i costi di transazione sono elevati la minaccia del recesso può essere utilmente sfruttata per tentare di addivenire ad una più equa redistribuzione del *surplus*, strategia che invece non è possibile attuare in presenza di costi di transazione bassi o trascurabili, data la capacità della maggioranza di sostituire agevolmente il recedente con soggetti terzi subentranti. Per le ragioni che si sono viste, tuttavia, è difficile ritenere il beneficio in parola a tal punto significativo da revocare in dubbio quanto appena affermato, ossia che il recesso risulta uno strumento comparativamente ben più efficiente ove i costi di transazione sono bassi.

---

<sup>173</sup> E v. sul punto V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 225 s., il quale sottolinea, in linea con le osservazioni compiute in queste pagine, come i costi di transazione possano incidere sulla complessiva funzionalità dell’istituto. Questo aspetto, invece, non è colto da quegli autori che sottolineano il ruolo del recesso quale strumento per sottoporre l’operazione al giudizio del mercato (v. *supra*, ntt. 123-124 e testo corrispondente): nell’opinione di costoro, ove tale giudizio risulti positivo, non si porrebbero reali ostacoli alla realizzazione dell’operazione, poiché la società risulterebbe sempre in grado di finanziare gli eventuali recessi attraverso la collocazione delle partecipazioni sul mercato o tecniche equivalenti. Le osservazioni appena compiute indicano che in presenza di elevati costi di transazione il “giudizio positivo del mercato”, ossia il fatto che l’operazione venga effettivamente percepita come creatrice di valore, può non essere sufficiente a far sì che il recesso non ostacoli l’operazione.

<sup>174</sup> Ricollegandoci a quanto osservato in precedenza circa la maggior efficienza del recesso rispetto agli strumenti di tutela costruiti come *property rules*, le considerazioni appena svolte nel testo ci permettono di effettuare un’importante precisazione: diversamente da quanto osservato con riferimento a situazioni caratterizzate da bassi costi di transazione, in presenza di elevati costi di transazione il recesso *non* può considerarsi uno strumento di tutela della minoranza superiore agli strumenti appena richiamati. Per i motivi che si sono detti, infatti, esso stesso assume valenza interdittiva: può cioè essere usato, al pari delle *property rules* (ossia i rimedi interdittivi in senso proprio), in maniera strategica e opportunistica, per ostacolare operazioni creatrici di valore per tutti i soci.

Come già osservato, l'entità dei costi di sostituzione del recedente dipende dal grado di liquidità della partecipazione ed è dunque principalmente legata all'esistenza di un efficiente mercato secondario delle partecipazioni. Quando questo mercato esiste, i costi di sostituzione del socio recedente sono bassi o trascurabili. Quando invece esso non esiste, quei costi tendono ad essere elevati. Si profila così una caratteristica dell'istituto finora sconosciuta: l'efficienza e la complessiva funzionalità del rimedio variano a seconda che la società sia quotata – con tale espressione intendendosi, in senso ampio, il fatto che le partecipazioni sociali siano attivamente scambiate su un mercato organizzato – o non quotata. Nel primo caso (e salvo il caso delle società a proprietà diffusa, di cui discuteremo subito oltre), esistendo usualmente un efficiente e liquido mercato secondario delle partecipazioni societarie<sup>175</sup>, il recesso tende a operare in maniera più efficiente. Nel secondo, invece, stante l'assenza di tale mercato, esso presenta le disfunzioni che si sono viste. Deve anche sottolinearsi – ed è un aspetto sul quale torneremo ampiamente più avanti – che le appena accennate disfunzioni dipendono largamente dalla particolare configurazione degli attuali criteri di liquidazione: una loro rimodulazione “al ribasso” per le società caratterizzate da elevati costi di sostituzione del recedente (le società “chiuse”) avrebbe la capacità di eliminarle in radice.

### 17. Recesso e struttura proprietaria: la dubbia utilità del recesso nelle società a proprietà azionaria dispersa

I costi di transazione connessi alla sostituzione del socio recedente non sono l'unico fattore che incide sulla complessiva funzionalità del recesso, intesa quale capacità dell'istituto di svolgere un positivo ruolo di *governance* indirizzando la maggioranza verso un utilizzo corretto ed efficiente del proprio potere. Un ruolo altrettanto importante è giocato dalla struttura proprietaria della società. Come vedremo a breve, nelle società a proprietà diffusa, caratterizzate dall'assenza di un socio (o di una stabile coalizione di soci) di controllo, i benefici del recesso come strumento di tutela della minoranza tendono ad affievolirsi significativamente (se non a scomparire del tutto); correlativamente, emergono alcune significative disfunzioni<sup>176</sup>.

---

<sup>175</sup> A scanso di equivoci, è utile sottolineare che quanto appena osservato nel testo rappresenta un dato solo tendenziale. Vi sono titoli quotati che, in ragione dello scarso flottante o per altre ragioni, possono risultare relativamente illiquidi.

<sup>176</sup> Com'è ampiamente noto, le società ad azionariato disperso costituiscono un'eccezione nel panorama italiano, attualmente caratterizzato dall'ampia presenza, anche fra le società di maggiori dimensioni, di società a proprietà concentrata. Tuttavia, una significativa minoranza di società quotate (ricomprensente le due principali banche del paese, Intesa San Paolo e Unicredit, e rilevanti società industriali, come Prysmian) risulta priva di azionista di controllo. V. CONSOB, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 2023, reperibile su <https://www.consob.it/>

### 17.1. Ridondanza del rimedio

Nelle pagine che precedono si è avuto modo di appurare che il recesso agisce come strumento di *screening* e “correzione” rispetto a operazioni che possono avere un effetto (e un obiettivo) espropriativo, ossia trasferire ricchezza dalla minoranza al socio di controllo<sup>177</sup>, inducendo la maggioranza a non intraprenderle ovvero (laddove l’operazione risulti comunque efficiente, ossia capace di creare nuova ricchezza netta) a strutturarle in modo da non danneggiare la minoranza.

I rischi espropriativi che si sono appena richiamati, tuttavia, sono strettamente legati alla presenza di un socio di controllo. È dove vi è un socio di controllo (o una ristretta e stabile coalizione di controllo) che l’operazione può essere concretamente strutturata per avvantaggiare il primo a discapito dei soci di minoranza. Dove, al contrario, tale socio di controllo manca, è ben più difficile che si materializzi l’eventualità che una data operazione sia architettata in modo tale da avvantaggiare un socio (o gruppo di soci) a discapito degli altri. D’altro canto, in una società a proprietà azionaria dispersa “la maggioranza”, ossia il gruppo di azionisti che esprime il maggior numero di voti in assemblea e dunque determina il contenuto delle relative deliberazioni, è per definizione instabile e cangiante (sebbene possa ben verificarsi che alcuni gruppi di azionisti votino sistematicamente in senso analogo)<sup>178</sup>, poiché ogni azionista decide in via tendenzialmente autonoma dagli altri<sup>179</sup>. È dunque improbabile che in società prive di socio di controllo vengano intraprese operazioni che abbiano l’obiettivo di avvantaggiare una classe di azionisti a discapito degli altri<sup>180</sup>. Com’è ampiamente noto, in que-

---

*documents/11973/545079/rcg2023.pdf/a0a36447-9dba-8a5d-c79a-d0499fdffb8d*, 21, secondo cui nel 2023 trentanove società quotate, corrispondenti al 18,6% del numero totale di società quotate e al 35,3% della capitalizzazione del mercato, risultavano prive di azionista di controllo.

<sup>177</sup> V. *supra*, par. 12.

<sup>178</sup> Questo, come osserveremo anche più avanti nel testo, può dipendere dall’influenza esercitata dai consulenti di voto (*proxy advisors*), ma anche dal fatto che questi azionisti hanno spesso preferenze omogenee. Molti fondi di investimento, ad esempio, in quanto ampiamente diversificati sono scarsamente avversi al rischio e dunque, diversamente dagli azionisti non diversificati, usualmente propensi ad avallare operazioni caratterizzate da elevati rischi ed elevate prospettive di guadagno.

<sup>179</sup> D’altra parte, ove così non fosse e più azionisti si coalizzassero per coordinare stabilmente le proprie decisioni di voto, non saremmo più di fronte a una società priva di azionista di controllo, ma ad una società controllata soggetta al controllo congiunto di più soci.

<sup>180</sup> Beninteso, in una società a proprietà azionaria dispersa può verificarsi che una coalizione di azionisti si formi proprio al fine di approfittare degli eventuali vantaggi particolari prodotti dall’adozione di una data deliberazione. Ad esempio, non sembra del tutto irrealistico immaginare che in una società a proprietà dispersa gli azionisti “stabili”, ad esempio gli investitori istituzionali “passivi” come gli *index funds*, possano coalizzarsi al fine di promuovere e poi deliberare una modifica statutaria che introduca il voto maggiorato, istituto del quale costoro, proprio quali azionisti cui è istituzionalmente preclusa la vendita delle azioni (fintantoché, si intende, la società permane nell’indice replicato dal fondo), beneficerebbero in via automatica e sistematica, accrescendo la propria

sto tipo di società i problemi di *governance* sono altri e concernono principalmente il diverso piano dei rapporti fra *management* e insieme degli azionisti: in esse il rischio principale è che l'agire societario rifletta gli interessi personali del *management* e non l'interesse degli azionisti *come gruppo*<sup>181</sup>.

Il recesso, tuttavia – ed è questo l'aspetto su cui si intende concentrare l'attenzione –, rappresenta uno strumento scarsamente funzionale alla soluzione di questo tipo di problemi. Una prima ragione è da ricondursi al ruolo profondamente diverso giocato dal voto nelle società a proprietà azionaria dispersa. Diversamente dalle società a proprietà azionaria concentrata, nelle quali la maggioranza assembleare è una maggioranza “preformata” riconducibile ad un unico soggetto (o a un gruppo ristretto e coeso di soggetti che agiscono all'unisono), che come tale ne riflette inevitabilmente le preferenze e gli interessi *particolari*, nelle società a proprietà dispersa la maggioranza assembleare costituisce il risultato dell'aggregazione di una pluralità di consensi che, come si è accennato, tendono a formarsi in via autonoma l'uno dall'altro (sebbene spesso attraverso canali comuni, come quelli rappresentati dal ricorso alle indicazioni di voto fornite dai *proxy advisors*) con riferimento a ciascuna singola proposta di deliberazione. Questo implica che nelle società prive di azionista di controllo l'approvazione dell'operazione da parte dell'assemblea costituisce già di per sé un indice ragionevolmente affidabile (pur con le precisazioni e i *caveat* di cui discuteremo oltre) circa la convenienza dell'operazione per l'insieme dei soci<sup>182</sup>.

Detto altrimenti, il *market check* sulla convenienza dell'operazione, che nelle società a proprietà azionaria concentrata viene garantito dalla presenza del recesso, nelle società a proprietà diffusa avviene già in sede assembleare. Riconoscere il recesso ai soci che non hanno concorso ad approvare l'operazione appare quindi ridondante, poiché inutilmente ripetitivo di un controllo che è già stato effettuato attraverso il voto<sup>183</sup>.

---

influenza a discapito degli altri azionisti. Tuttavia, appare ragionevole ritenere che scenari di questo tipo risultino alquanto rari, in ragione dell'eccezionalità dei casi in cui può verificarsi, in una società con base azionaria frammentata, l'accennata convergenza di un determinato insieme di soci verso un dato interesse “particolare” che li accomuna.

<sup>181</sup> V. *ex multis* M.J. ROE, *The Institutions of Corporate Governance*, in C. MÉNARD-M.M. SHIRLEY (eds.), *Handbook of New Institutional Economics*, Springer, Berlin-Heidelberg, 2008, 372 ss.

<sup>182</sup> Naturalmente, quanto appena affermato nel testo non vale per le società prive di socio di controllo nelle quali, tuttavia, il *management* ha di fatto a disposizione un numero di voti sufficiente a condizionare sistematicamente gli esiti dell'assemblea. In questi casi, non diversamente da quanto avviene nelle società con socio di controllo (torneremo sul punto più avanti nel testo), il voto assembleare è incapace di esercitare alcun efficace controllo sull'operazione. Cfr., sul punto, M. SIEGEL, *Back to the Future*, cit., 106, in nota (“If management has sufficient voting power to dictate the outcome, the shareholder vote is mere window dressing”).

<sup>183</sup> L'osservazione affiora più di una volta nell'ambito della letteratura nordamericana, la quale ha spesso come implicito punto di riferimento delle proprie riflessioni proprio le società a proprietà azionaria dispersa. Tuttavia, in quella letteratura il rilievo raramente assume l'importanza che qui, al

A quanto appena osservato potrebbe obiettarsi che nelle società prive di azionista di maggioranza il controllo assembleare sull'operazione rappresenta in realtà uno strumento scarsamente efficace, in ragione dei ben noti problemi di apatia e reticenza razionale che connotano la posizione dell'azionista in queste società e che lo spingono a non informarsi e ad avallare passivamente le proposte del *management*<sup>184</sup>. Tale elevata inefficacia giustificerebbe la presenza di un presidio ulteriore, rappresentato per l'appunto dal diritto di recesso<sup>185</sup>.

Tralasciando il fatto che al giorno d'oggi questo tipo di problemi tende a presentarsi in maniera meno acuta e pervasiva rispetto a quanto non avvenisse in passato<sup>186</sup>, in ragione della progressiva ri-concentrazione dell'azionariato<sup>187</sup> e altri

---

contrario, gli si attribuisce. Cfr. M. SIEGEL, *Back to the Future*, cit., 105, in nota (“... advocates of the monitoring theory [of appraisal do not] address why a monitor is needed when all appraisal-triggering transactions (with the exception of short-form mergers) provide a monitor by requiring shareholder approval”); W.J. CARNEY-K. SHARFMAN, *The Exit Theory*, cit., 3 (“Shareholders are protected by their own voting power to approve or disapprove [the transaction]”); J. SELIGMAN, *Reappraising the Appraisal Remedy*, 52 *Geo. Wash. L. Rev.* 829 (1984), 839 (“[appraisal’s check on management] [...] is anti-majoritarian. It only occurs after a majority of shareholders have agreed to the transaction”).

<sup>184</sup> Per “apatia razionale” si intende la tendenza ad adottare un contegno di totale passività con riguardo all'esercizio delle prerogative partecipative connesse allo *status* di socio, che si traduce ad esempio nella non partecipazione alle assemblee e, più in generale, in un atteggiamento di disinteresse verso le vicende societarie. Una tale apatia è definita razionale perché è il risultato di un calcolo costi-benefici: l'entità minima della partecipazione posseduta e la correlativa bassissima probabilità di incidere sulle decisioni assembleari, unita al fatto che il socio percepirebbe solo una frazione infinitesimale dei benefici connessi ad una più attiva partecipazione, rendono non conveniente attivarsi. V., ad es., R.C. CLARK, *Vote Buying and Corporate Law*, 29 *Case W. Res. L. Rev.* 776 (1979), 779 ss.; S.M. BAINBRIDGE, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 *Harv. L. Rev.* 1735 (2006), 1745 (con riguardo agli incentivi del socio a informarsi). Secondo l'opinione più diffusa, un simile atteggiamento passivo, di “reticenza razionale”, caratterizza anche il comportamento di molti investitori istituzionali (v. R. GILSON-J. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 *Colum. L. Rev.* 863 (2013)) e, sebbene forse in forma complessivamente meno pronunciata, quel particolare tipo di investitore istituzionale, oggi molto diffuso, rappresentato dagli *index funds* (v. L. BEBCHUK-S. HIRST, *Index funds and the future of corporate governance: Theory, evidence, and policy*, 119(8) *Colum. L. Rev.* 2029 (2019), 2043 ss.; D.S. LUND, *The Case against Passive Shareholder Voting*, 43 *J. Corp. L.* 493 (2018), 510 ss.; G. STRAMPELLI, *Are passive index funds active owners: Corporate governance consequences of passive investing*, 55 *San Diego L. Rev.* 803 (2018)).

<sup>185</sup> In quest'ordine di idee si colloca M.A. EISENBERG, *The Structure of the Corporation*, cit., 83.

<sup>186</sup> Non a caso, l'obiezione che si discute nel testo è stata sollevata proprio avendo a riferimento la tipica società *à la Berle e Means* (v. V.A. BERLE-G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, New Brunswick-London, 1932), caratterizzata da una estrema frammentazione dell'azionariato (l'opera di Melvin Eisenberg citata alla nota che precede è stata scritta in un periodo in cui le principali *corporation* americane avevano proprio quelle caratteristiche). Oggi, per le ragioni richiamate subito oltre nel testo, quella particolare tipologia di società è largamente regressiva anche in quei paesi, come gli Stati Uniti, dove in passato era ampiamente diffusa.

<sup>187</sup> V., ad es., D.C. LANGEVOORT, *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, 95 *Va. L. Rev.* 1025 (2009).

fattori<sup>188</sup>, deve osservarsi che non v'è motivo per ritenere che i limiti e le imperfezioni che connotano il voto non accompagnino in egual misura la scelta di esercitare il recesso: il socio che matura il proprio (errato) convincimento circa la convenienza di una data operazione proposta dal *management* sulla base di una valutazione superficiale e incompleta dell'informazione disponibile, sulla base di quel medesimo errato convincimento vota a favore dell'operazione e decide di non esercitare il recesso. Il *market check* che si realizza attraverso il voto può dunque ben essere "difettoso", nel senso che si è precisato. Il punto, tuttavia, è che quello parallelo rappresentato dal recesso presenta con tutta probabilità gli stessi limiti. Detto altrimenti, non vi sono valide ragioni per ritenere che la valutazione che presiede alla scelta di recedere sia sistematicamente più accurata di quella che presiede alla decisione di voto. È proprio qui che emerge il carattere ridondante dell'istituto: proprio perché il controllo sull'operazione esercitato attraverso il riconoscimento del diritto di recesso non può ritenersi più accurato di quello esercitato in sede di voto, il primo risulta inutilmente duplicativo.

Le conclusioni probabilmente cambierebbero se il voto dei soci avesse natura ostativa, ossia fosse richiesto non per approvare l'operazione, ma per *bloccarla*. In questo caso, i problemi di apatia e reticenza cui si è appena accennato comprometterebbero il controllo sull'operazione: si verificherebbe infatti frequentemente l'eventualità che il socio sia effettivamente convinto della non convenienza dell'operazione ma opti per non esprimere il proprio voto (negativo) in ragione dei costi a ciò connessi e della scarsa probabilità di incidere sull'esito della deliberazione, con il risultato che la deliberazione acquisterebbe efficacia anche in presenza di una maggioranza di soci contraria al suo compimento. In questo caso, offrire al socio il diritto di recesso risolverebbe il problema, poiché il rimedio – per la sua natura individuale e non collettiva – non risulterebbe affetto dai problemi appena accennati. Tuttavia, nella massima parte dei casi in cui è oggi attribuito il recesso, il voto assembleare è previsto ai fini dell'approvazione e non del blocco dell'operazione. Se dunque l'operazione viene effettivamente eseguita è perché i soci l'hanno concretamente votata. L'apatia, in questo caso – ed è un dato ben noto –, gioca a sfavore dell'adozione della delibera e dunque contro l'interesse di chi la promuove.

Ma vi è di più: nelle società a proprietà diffusa il meccanismo di aggregazione delle preferenze individuali rappresentato dal voto assembleare ha delle peculiari proprietà di efficienza che contribuiscono a rafforzare la qualità del controllo sul-

---

<sup>188</sup> Degno di menzione è ad esempio il fatto che l'azionariato di minoranza delle società quotate è rappresentato in misura crescente da fondi di investimento, quali i fondi indicizzati, che, in quanto azionisti "strutturalmente" stabili (poiché vincolati a mantenere in portafoglio le azioni della società fintantoché essa rimane nell'indice di riferimento), potrebbero essere tendenzialmente più propensi ad esercitare un ruolo attivo (o almeno non del tutto passivo) nelle società partecipate. V. I.R. APPEL-T.A. GORMLEY-D.B. KEIM, *Passive Investors, Not Passive Owners*, 121 *J. Fin. Econ.* 111 (2016). Non mancano però gli scettici: v. gli autori citati alla nt. 184.

l'operazione che con esso si realizza. Il ricorso all'assemblea, infatti, ha la capacità di produrre decisioni tendenzialmente più corrette rispetto a quelle del singolo socio votante, con il risultato che la decisione espressa dal consesso assembleare tende ad essere più accurata di quelle alla base delle singole decisioni di voto. Alla base di un tale controintuitivo risultato vi è il teorema della giuria di Condorcet<sup>189</sup>, il quale stabilisce che quando vi è incertezza su quale sia la corretta decisione da prendere (decisione che nel modello presenta carattere binario, ossia è rappresentata come scelta tra due alternative secche "A" e "B"), affidare la decisione al voto espresso da più individui accresce la probabilità di scegliere la soluzione corretta se la probabilità che il singolo si esprima in favore della decisione corretta è superiore al cinquanta per cento<sup>190</sup>.

Solo nelle società a proprietà azionaria dispersa possono presentarsi le condizioni richieste dal teorema. Più nello specifico, è solo in questo tipo di società che l'assemblea opera quale meccanismo di aggregazione di una molteplicità di volontà individuali che tendono a formarsi indipendentemente le une dalle altre<sup>191</sup>.

---

<sup>189</sup> N. DE CONDORCET, *Essai sur l'application de l'analyse à la probabilité des décisions rendues à la pluralité des voix*, Parigi, 1785 (ried., Cambridge Univ. Press, 2014).

<sup>190</sup> Nella letteratura internazionale, l'intuizione alla base del teorema di Condorcet è spesso utilizzata per giustificare la scelta di affidare determinate decisioni societarie ai soci (e dunque, più in generale, per giustificare il ruolo dell'assemblea nel governo delle società) e l'adozione del principio di maggioranza: v. ad es. Z. GOSHEN, *Voting (Insincerely) in Corporate Law*, 2 *Theoretical Inq. L.* 815 (2001), 817 s.

<sup>191</sup> È importante sottolineare, tuttavia, che nelle società a proprietà dispersa le condizioni previste dal teorema possono anche non presentarsi. Come la letteratura internazionale non ha mancato di osservare (v. M.C. SCHOUTEN, *The Mechanisms of Voting Efficiency*, 2010 *Colum. Bus. L. Rev.* 763 (2010), 773, 780 ss.), il teorema richiede che il voto sia (a) sincero (ossia non guidato da interessi particolari), cosa che anche nelle assemblee delle società a proprietà diffusa spesso non si verifica (e v. sul tema, oltre a Z. GOSHEN, *Voting*, cit., *passim*, M. GATTI, *Interested Voting*, 48 *BYU L. Rev.* 1619 (2023)), ad esempio in ragione della frequente non piena omogeneità delle preferenze degli azionisti circa il rischio o l'orizzonte di investimento ottimale, (b) razionale, cosa che può non sempre verificarsi in ragione delle molteplici limitazioni cognitive proprie degli investitori, specie non sofisticati, e (c) che si sia formato in maniera indipendente, cosa che può non avvenire ad esempio in ragione dell'influenza esercitata da intermediari dell'informazione come i *proxy advisor*. Invece, la condizione che sia più probabile che no che il socio non verta in errore su quale sia la corretta decisione appare quella più facile da integrare, in ragione del fatto che chi esprime il proprio voto in assemblea generalmente tende a informarsi prima di farlo, cosa che in principio dovrebbe accrescere oltre la soglia del cinquanta per cento la probabilità che costui voti per la soluzione corretta (infatti, la probabilità in questione scende al cinquanta per cento solo nel caso limite in cui il voto sia espresso in maniera del tutto casuale, ad esempio attraverso il lancio di una moneta). Anche in questo caso, tuttavia, è opportuno non enfaticizzare troppo quanto si è appena osservato: la diffusa presenza di informazioni errate o incomplete, ad esempio, può facilmente spingere molti soci (tipicamente i meno avveduti, a loro volta individuabili fra quelli titolari di partecipazioni minime al capitale) a esprimersi sistematicamente in favore della decisione scorretta, facendo venir meno la condizione del teorema di cui si discute.

Al contrario, nelle società a proprietà azionaria concentrata l'assemblea non ha modo di giocare questo ruolo di "amplificatore" della qualità delle decisioni, poiché essa non aggrega alcuna molteplicità di volontà e preferenze individuali, limitandosi a ratificare il volere del socio di controllo<sup>192</sup>.

Quale strumento di controllo della qualità di una data decisione, il recesso non presenta analoghi effetti benefici poiché, diversamente dal meccanismo assembleare, non aggrega e combina una serie di decisioni (valutazioni) individuali trasformandole in una decisione collettiva. Vi sono quindi valide ragioni per ritenere che il *market check* condotto attraverso il voto sia tendenzialmente più accurato di quello che si realizza attraverso il recesso.

L'unica area in cui, nelle società a proprietà dispersa, il recesso non presenta carattere duplicativo e dunque riacquista utilità sul piano della *governance* è quella delle decisioni che non prevedono il coinvolgimento dell'assemblea. Qui manca evidentemente il controllo rappresentato dal voto degli azionisti e quindi il recesso può utilmente dispiegare il proprio ruolo di *screening*. Tuttavia, nei fatti non è dato ravvisare casi in cui, alla luce della disciplina attuale, in una società a proprietà dispersa venga riconosciuto il recesso in occasione di una "decisione" non assembleare. Le ipotesi di recesso previste in materia di gruppi, ancorate, come già visto<sup>193</sup>, non a deliberazioni ma per l'appunto a decisioni o comportamenti dell'ente capogruppo, non si applicano alle società a proprietà azionaria dispersa in ragione del fatto che in queste manca un socio di controllo e non si dà dunque la possibilità che esse risultino soggette al potere di direzione unitaria del primo<sup>194</sup>. L'unica eccezione potrebbe essere rappresentata dal recesso che consegue all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento, stante che questo è un fatto che può coinvolgere anche una società a proprietà dispersa. Tale ipotesi di recesso, tuttavia, di fatto tende a non materializzarsi mai con riferimento a queste società: le società a proprietà azionaria dispersa, infatti, sono usualmente società quotate e l'art. 2497-*quater*, lett. c), prevede espressamente che la causa di recesso in esame non si applichi a tali società<sup>195</sup>.

---

<sup>192</sup> Per osservazioni analoghe v. R.B. THOMPSON-P.H. EDELMAN, *Corporate Voting*, 62 *Vand. L. Rev.* 127 (2009), 151 ("The likelihood of the correct decision when there is a vote with a majority shareholder is exactly the likelihood of the majority shareholder alone getting the right answer; voting does not improve accuracy").

<sup>193</sup> *Supra*, nt. 19 e testo afferente.

<sup>194</sup> Fa eccezione il caso, molto raro nella pratica e per tale motivo di scarso rilievo ai fini delle presenti riflessioni, in cui l'influenza dominante che determina l'insorgere di una situazione di controllo (e dopodiché di direzione e coordinamento) non origini dal possesso di una partecipazione qualificata al capitale ma da altre fonti (ad esempio un contratto).

<sup>195</sup> L'unico caso, per vero assolutamente marginale, in cui la causa di recesso in esame potrebbe trovare applicazione è quello della società a proprietà azionaria dispersa le cui azioni siano scambiate in un sistema multilaterale di negoziazione. L'esenzione prevista dalla disposizione richiamata nel testo concerne infatti le "società con azioni quotate in mercati regolamentati" e dunque non le socie-

Le considerazioni appena compiute fanno poi emergere di riflesso in maniera ancora più chiara l'utilità del recesso nelle società a proprietà azionaria concentrata. In queste società il rischio che l'operazione presenti effetti redistributivi (sia cioè tale da danneggiare una classe di azionisti, quelli di minoranza, per avvantaggiarne un'altra, quelli – o quello – di maggioranza) è reale e concreto e l'assemblea, proprio per la presenza di un socio di controllo, non può fungere da adeguato strumento di verifica della convenienza dell'operazione.

Naturalmente, se il voto del socio di controllo fosse sempre genuinamente ispirato dalla volontà di perseguire l'interesse sociale (ovverosia l'interesse *comune* dei soci), l'esigenza di prevedere un *market check* sulla decisione, nella forma del recesso, sarebbe sicuramente meno pressante anche nelle società a proprietà concentrata. Peraltro, abbiamo già constatato che il diritto societario possiede altri strumenti, alternativi e concorrenti rispetto al recesso, per far sì che il potere riconosciuto alla maggioranza sia esercitato nel senso indicato<sup>196</sup>. Rimane però un fatto che: *a*) garantire che il voto sia sempre del tutto scevro da qualunque interesse personale del socio è nei fatti molto difficile e con buona probabilità latentemente in contrasto con il principio secondo cui il socio – incluso, in via di principio, il socio di controllo – non ha doveri fiduciari verso gli altri soci<sup>197</sup> e gode quindi, nell'espressione della propria volontà in assemblea, di una libertà molto ampia<sup>198</sup>, ben maggiore di quella di cui godono gli ammini-

---

tà i cui titoli siano scambiati su tali sistemi multilaterali (come le società quotate sui c.d. “mercati di crescita per le PMI”).

<sup>196</sup> Ci si riferisce principalmente ai rimedi contro l'abuso di maggioranza e dunque alla possibilità di impugnare la delibera per violazione del generale dovere di buona fede e correttezza. V. *supra*, par. 9.

<sup>197</sup> Alcuni importanti ordinamenti societari riconoscono doveri fiduciari (o simil-fiduciari) in capo al socio di controllo, ma limitatamente a determinate transazioni e in forma non particolarmente incisiva: è il caso del Delaware, che impone al socio di controllo l'obbligo di verificare, nell'interesse dei soci di minoranza, l'affidabilità e l'onestà dell'acquirente del controllo prima di cedere a quest'ultimo la propria partecipazione. V. il caso *Harris v. Carter* (582 A.2d 222 (Del. Ch. 1990)), riportato *ex multis* in W. ALLEN *et al.*, *Commentaries and Cases*, cit., 439 ss.

<sup>198</sup> V. *ex multis* A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1956, 740 s. (“Il socio non ha un obbligo, né giuridico, né morale, di perseguire l'interesse sociale [...]. Il diritto di voto è dato al socio nel suo interesse, e non al socio come organo della società [...].”); L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 444 s. (“Non esiste, nel nostro ordinamento, un principio che proibisca all'azionista di perseguire nell'assemblea una politica di interessi ispirata da fini estranei alla società. [...]. In questa situazione, il problema giuridico sorge dall'esigenza di fissare un limite alla perseguibilità, attraverso il voto, di interessi estranei alla società”); nonché, da ultimo, P. MONTALENTI, *Tutela delle minoranze e sistema dei controlli*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Giappichelli, Torino, 2018, 61 (“il voto non ha vincoli di funzionalizzazione, neppure all'interesse sociale, ferma restando l'impugnabilità della delibera ex art. 2373 primo comma e [...] fatto salvo il rimedio dell'abuso del diritto”). L'ordinamento inglese sembra

stratori, costantemente vincolati, in ogni loro decisione, al più rigido rispetto dell'interesse sociale; b) anche assumendo, alquanto irrealisticamente, che il voto del socio sia sempre "sincero" e strettamente orientato al perseguimento dell'interesse comune degli azionisti, la delibera rimane comunque riconducibile alla volontà di un singolo individuo e non a quella di una pluralità di determinazioni autonome e quindi, secondo quanto previsto dal teorema di Condorcet<sup>199</sup>, può rivelarsi più frequentemente errata<sup>200</sup>.

## 17.2. Problemi di free riding

Un altro problema del recesso nelle società a proprietà diffusa è quello del *free riding*. Il singolo socio può ben essere persuaso della convenienza dell'operazione per la quale è previsto il recesso. Tuttavia, può decidere di non esprimersi in favore dell'operazione al solo fine di non perdere l'opzione di recedere<sup>201</sup>. L'incentivo verso questo tipo di comportamento è particolarmente accentuato per i soci "piccoli". La probabilità che il loro voto incida sull'esito della delibera è molto bassa e questo, nella prospettiva del singolo, rende strategicamente preferibile non sup-

---

spingersi addirittura oltre, riconoscendo al socio una libertà totale e incondizionata nell'espressione del voto. P.L. DAVIES-S. WORTHINGTON, *Gower's Principles*, cit., 636 s., affermano ad esempio che "... votes are proprietary rights [...] that the holder may exercise in his own selfish interests even if these are opposed to those of the company", ricavandone la conclusione (p. 637) che il potere di voto degli azionisti non ha natura fiduciaria, diversamente dai poteri riconosciuti agli amministratori: "shareholders' voting rights are not conferred upon them in order that they shall be exercised in the best interests of others ...". Gli Autori, tuttavia, proseguono osservando che questo non implica che l'esercizio del diritto di voto sia o debba essere "unconstrained by the law". Deve osservarsi, tuttavia, che, quantomeno nell'ordinamento italiano (e se non altro in astratto), la teorica dell'abuso del diritto finisce per ridimensionare significativamente tale libertà, specie quando il voto preso in considerazione è quello del socio di controllo. Come è in parte già emerso dalle riflessioni compiute in precedenza (v. *supra*, parr. 5 e 9), la decisione assunta da quest'ultimo nel perseguimento di un interesse esclusivamente proprio e che risulta capace di danneggiare gli azionisti di minoranza appare censurabile come decisione contraria al principio di buona fede e correttezza.

<sup>199</sup> V. *supra*, nt. 189 e testo afferente.

<sup>200</sup> V. *supra*, nt. 192. Fanno forse eccezione le società soggette al controllo congiunto di più soggetti (ad esempio i soci aderenti a un patto parasociale), stante che in queste società le delibere assembleari sono pur sempre da ricondursi al concorso di più volizioni individuali (quelle dei membri del gruppo di controllo, per l'appunto). Non è detto, tuttavia, che la qualità della decisione sia paragonabile a quella adottata nel contesto di una società a proprietà dispersa. Infatti, il numero dei partecipanti alla decisione collettiva è generalmente inferiore ed è più probabile che le singole decisioni individuali non si formino in maniera autonoma (in ragione della ristrettezza e coesione del gruppo) e risultino scorrette poiché, ad esempio, inficiate da problemi di "groupthink" (su cui v. *supra*, nt. 142).

<sup>201</sup> Com'è ben noto, nell'ordinamento italiano il recesso è previsto in favore dei soci "che non hanno concorso" (o "consentito", per ciò che concerne la s.r.l.) alla deliberazione per la quale il rimedio è stabilito e dunque non è riconosciuto in favore di quanti abbiano espresso voto favorevole.

portare la decisione, confidando che lo facciano gli altri, per riservarsi la possibilità di recedere. È chiaro, tuttavia, che se un elevato numero di soci adotta questa strategia (e non vi è ragione di credere il contrario, data la grande difficoltà di coordinamento che caratterizza i rapporti fra soci nelle compagini ampie e frammentate), l'operazione può non ottenere il necessario supporto assembleare e quindi fallire, con danno per tutti i soci.

Com'è intuitivo, un problema di questo tipo non si pone ove la proprietà è concentrata: qui vi è un socio (o un gruppo ristretto di soci) titolare di una partecipazione di dimensione tale da condizionare l'esito del voto assembleare. Costui non può adottare una strategia di *free riding* (non sostenere in assemblea un'operazione che ritiene conveniente al fine di conservare l'opzione di recedere) poiché sa che senza il suo voto l'operazione fallirebbe. In questo caso, quindi, il socio esprimerà voto favorevole (perdendo correlativamente l'opzione di recedere) ogniqualvolta ritenga che l'operazione accresca il valore della propria partecipazione. Piuttosto, come più volte sottolineato, in presenza di un socio di controllo il rischio è che l'operazione risulti conveniente solo per quest'ultimo e non anche per i soci di minoranza.

Nelle società a proprietà azionaria diffusa, invece, il problema del *free riding* è reale. In queste società, la previsione del recesso in connessione con una determinata decisione assembleare può produrre l'effetto indesiderato di rendere più difficile l'adozione di quella decisione anche quando essa è diffusamente considerata vantaggiosa, rendendo più difficile il raggiungimento del *quorum* costitutivo (in ragione della scelta strategica dei soci di non partecipare al voto ed ottenere, quali "assenti", la legittimazione a recedere) o deliberativo (in ragione della scelta strategica, sicuramente meno frequente rispetto a quella di non partecipare alla deliberazione, di parteciparvi ed astenersi o esprimere voto contrario<sup>202</sup> ed ottenere così, anche in tal caso, la legittimazione all'esercizio della prerogativa). In quest'ultimo scenario, peraltro, la previsione di *quorum* deliberativi rafforzati per l'adozione della decisione<sup>203</sup> aggrava ulteriormente il problema, rendendo l'astensione e il voto contrario del socio strategicamente non concorde più "pesante" ai fini dell'adozione della decisione<sup>204</sup>.

---

<sup>202</sup> La ragione della minor frequenza di tale strategia è intuitiva e risiede nel fatto che la decisione di astenersi o esprimere voto contrario, richiedendo la partecipazione del socio all'assemblea, è più costosa rispetto alla scelta di non partecipare.

<sup>203</sup> La presenza di tali *quorum* rafforzati è molto comune nelle (poche) società italiane a proprietà dispersa: non si dimentichi, infatti, che queste sono quasi sempre società quotate, alle cui deliberazioni assembleari straordinarie, com'è ben noto, si applica il *quorum* deliberativo dei due terzi.

<sup>204</sup> Deve notarsi che il problema del *free riding* è anche legato alla particolare configurazione del recesso ed in special modo al fatto che la prerogativa venga riconosciuta anche a quanti non hanno esercitato il proprio voto. Limitare il recesso a chi esprime voto contrario tende a ridurre tale problema, poiché esprimere voto contrario è tendenzialmente più costoso che astenersi (soprattutto per i

Potrebbe obiettarsi che l'effetto della presenza del recesso sul comportamento di voto dei soci "minimi" è in realtà trascurabile, in ragione dell'apatia che ne caratterizza l'atteggiamento<sup>205</sup>. A causa di tale apatia, costoro avrebbero comunque adottato un comportamento di mancato supporto alla decisione, tipicamente nella forma della mancata partecipazione al voto. La presenza del recesso, pertanto, non vale a modificare (se non forse marginalmente) il comportamento di voto del socio: costui è così fortemente disinteressato agli aspetti partecipativi del proprio investimento in società che spesso non sa nemmeno dell'esistenza della deliberazione o che a questa si accompagna il diritto di recesso.

Quanto appena osservato, tuttavia, vale per le società quotate *à la* Berle e Means<sup>206</sup>, ossia quelle caratterizzate da un'elevatissima dispersione dell'azionariato e da una corrispondente ampia presenza di azionisti "cassettisti" (azionisti-risparmiatori che detengono in via diretta, ossia senza l'intermediazione offerta dai gestori collettivi del risparmio, poche azioni della società). È ampiamente noto che questo tipo di società in Italia ha avuto una diffusione pressoché nulla e si è già sottolineato che oggigiorno, anche nei paesi dove la *public company* a proprietà diffusa ha storicamente rappresentato il modello dominante di grande impresa azionaria, si assiste a un processo di riconcentrazione della proprietà azionaria che ha fortemente ridotto il numero di società di questo tipo<sup>207</sup>.

Con riferimento a questo nuovo tipo di *public company*, a proprietà diffusa, ossia sufficientemente dispersa da impedire di ravvisare la presenza di soci di controllo, ma non "polverizzata" (peraltro presente, come già accennato, in forma minoritaria ma tutt'altro che irrilevante anche in Italia)<sup>208</sup>, il problema del *free riding* legato al recesso può porsi. La compagine sociale in questo tipo di società è caratterizzata dall'ampia presenza di soci, tipicamente rappresentati da investitori istituzionali, titolari di partecipazioni di minoranza qualificata o comunque di dimensioni non insignificanti. Da un lato, la non irrilevante dimensione della partecipazione posseduta (insieme ad altri fattori, anche di tipo regolamentare)<sup>209</sup> in-

---

piccolissimi investitori, ma anche, sebbene in misura probabilmente inferiore, per quelli titolari di partecipazioni rilevanti o comunque non irrisorie, come gli investitori istituzionali).

<sup>205</sup> V. *supra*, nt. 184.

<sup>206</sup> V. *supra*, nt. 186.

<sup>207</sup> V. *supra*, nt. 187.

<sup>208</sup> V. *supra*, nt. 176.

<sup>209</sup> Si allude alle regole europee in materia di *engagement* degli investitori istituzionali (v. l'art. 3-*octies* della direttiva 2007/36/CE, dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate (c.d. prima direttiva sui diritti degli azionisti), introdotto dalla Direttiva UE 2017/828 del 17 maggio 2017, sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (c.d. seconda direttiva sui diritti degli azionisti)). Queste, stabilendo che l'eventuale scelta di non esprimere il voto nelle società partecipate sia adeguatamente motivata (c.d. *comply or explain*), creano negli investitori istituzionali un forte incentivo all'esercizio del voto in assemblea. V. anche quanto osservato alla nota successiva.

duce questi soci a rifuggire da un atteggiamento di totale apatia, specie per ciò che riguarda l'espressione del voto<sup>210</sup>. Dall'altro, la dimensione comunque contenuta della partecipazione – e la correlativa generale incapacità della medesima, da sola, di incidere sull'esito della delibera – rende il *free riding* un'opzione praticabile e appetibile. È dunque ben possibile che questi investitori, ed in special modo quelli fra loro, come i fondi *hedge*, che si caratterizzano per le politiche di investimento più spregiudicate, scelgano di non sostenere strategicamente l'operazione per conservarsi l'opzione di recedere, con gli effetti che si sono detti<sup>211</sup>.

### 18. Recesso e rimedi concorrenti: il caso delle maggioranze qualificate

L'utilità e il valore concreti del recesso quale strumento di protezione della minoranza e *governance* societaria non dipendono soltanto dalla sua complessiva efficienza e funzionalità, così come determinate dai fattori (costi di transazione e struttura proprietaria) di cui si è discusso nelle pagine che precedono. Essi dipendono anche dall'esistenza e concreta efficacia di eventuali strumenti di tutela alternativi e concorrenti a disposizione del socio dissenziente. È ben possibile, infatti, da un lato che la presenza di tali strumenti renda la tutela offerta dal recesso complessivamente meno utile, dall'altro che la presenza del recesso interferisca con il loro funzionamento, depotenziandoli.

Si è già avuto modo di discutere di uno di taluni rimedi, il risarcimento del danno<sup>212</sup>, e si è potuto constatare come in realtà esso non possa considerarsi realmente concorrente rispetto al recesso, poiché postula la presenza di una serie di condizioni, prima fra tutte l'illegittimità della decisione, che quest'ultimo non ri-

---

<sup>210</sup> Deve anche ricordarsi che per effetto dell'introduzione della c.d. *record date*, esprimere il voto in assemblea non presenta più alcun onere significativo per questo tipo di investitori, i quali non incontrano quindi alcun reale disincentivo in questo senso.

<sup>211</sup> Un esempio emblematico dell'uso strategico del recesso cui si è accennato nel testo (e una chiara conferma sul piano empirico dell'effettiva esistenza di questo rischio) è rinvenibile nell'ondata di *appraisal litigation* che si è verificata negli Stati Uniti a seguito di alcune pronunce delle corti del Delaware che hanno reso più accessibile e appetibile il diritto di recesso tradizionalmente riconosciuto ai *dissenting shareholders* nelle operazioni di fusione (v. *supra*, cap. 1, par. 4), con l'effetto di promuovere l'utilizzo strategico del rimedio ad opera di *hedge funds* e azionisti attivisti. In buona sostanza, questi ultimi acquistavano azioni di società quotate prossime ad effettuare un'operazione di fusione al fine di intentare, a fusione avvenuta, un procedimento giudiziale di *appraisal* con lo scopo di lucrare la differenza fra valore di *appraisal* e prezzo di acquisto delle azioni (usualmente coincidente con il *deal price*, ossia il prezzo offerto dall'acquirente-incorporante nell'operazione di fusione). Per un resoconto e una discussione del fenomeno v. *ex multis* S. CALLAHAN-D. PALIA-E.L. TALLEY, *Appraisal Arbitrage and Shareholder Value*, 3 *J. L. Fin. & Acct.* 147 (2018); W. JIANG-T. LI-R. THOMAS, *The Long Rise and Quick Fall of Appraisal Arbitrage*, 100 *B.U. L. Rev.* 2133 (2020).

<sup>212</sup> V. *supra*, par. 8.

chiede. Per queste stesse ragioni, ad un'analogia conclusione deve giungersi con riferimento ad un altro possibile rimedio concorrente, l'impugnazione della delibera. Anche quest'ultima, al pari del diritto al risarcimento del danno, postula la presenza di un elemento, l'illegittimità della decisione, che il recesso non richiede, e dunque non può considerarsi realmente concorrente rispetto a questo<sup>213</sup>.

Discorso diverso, invece, deve farsi per le maggioranze qualificate<sup>214</sup>. Queste ultime, nelle diverse varianti in cui risultano costruite<sup>215</sup>, hanno quale effetto e obiettivo ultimi quello di conferire alla minoranza un potere di veto (più o meno facilmente esercitabile, a seconda del tipo di super-maggioranza<sup>216</sup> e altri fattori che discuteremo più avanti) sull'adozione di una determinata decisione. Il fine, analogo a quello sotteso al diritto di recesso, è consentire alla minoranza di evitare il pregiudizio connesso all'operazione, questa volta attraverso una "*property rule*" che, non diversamente da quanto avveniva prima dell'affermazione del principio di maggioranza per le modifiche dell'atto costitutivo, dà a quest'ultima il potere giuridico di impedirne la realizzazione<sup>217</sup>. Il recesso, per quanto stru-

---

<sup>213</sup> Come in parte già osservato, rispetto ai due strumenti appena menzionati nel testo il recesso è un rimedio ad un tempo più specifico e più ampio: è più specifico perché trova applicazione solo in riferimento a determinate deliberazioni (è, cioè, rimedio "speciale"), mentre risarcimento e impugnazione sono rimedi di carattere generale, valevoli per qualunque decisione (che presenti elementi di illegittimità e, per ciò che concerne il primo di essi, dannosità); è più ampio perché, non presupponendo l'illegittimità della decisione che ne è causa, può essere utilizzato anche in situazioni in cui i primi due non risultano disponibili, ossia rispetto a decisioni dannose ma pienamente legittime (come lo sono quelle errate sul piano imprenditoriale). Questo ci permette di escludere che risarcimento e impugnazione possano operare quali perfetti sostituti del recesso, ma anche che il recesso possa operare quale perfetto sostituto dei primi. Fra i rimedi in questione non vi è dunque concorrenza, ma parziale complementarità: risarcimento e impugnazione entrano in gioco quando il recesso non è previsto, offrendo al socio una protezione meno piena di quella offerta da quest'ultimo poiché limitata alle delibere dannose e illegittime. All'opposto, ove il potenziale pregiudizio origina da una decisione per la quale è previsto il recesso, quest'ultimo rimedio tende a prevalere su risarcimento e impugnazione, per il fatto di non richiedere prova del carattere illegittimo della decisione e, più in generale, per la maggior facilità di fruizione (il recesso, infatti, diversamente da risarcimento e impugnazione non richiede l'instaurazione di un procedimento giurisdizionale).

<sup>214</sup> Di queste si è già brevemente discusso al par. 11, allorché si è introdotta la distinzione tra *property rules* (di cui esse costituiscono importante esempio) e *liability rules*.

<sup>215</sup> Si allude al fatto, già sottolineato, che la regola può essere strutturata non solo come maggioranza qualificata in senso stretto (ossia come *quorum* deliberativo rafforzato), ma anche come "maggioranza della minoranza", vuoi secondo il modello proprio della disciplina delle operazioni con parti correlate, vuoi secondo quello dell'assemblea speciale prevista per le delibere dell'assemblea generale che pregiudicano i diritti degli azionisti di categoria. V. *supra*, ntt. 151 e 152 e testo corrispondente.

<sup>216</sup> V. *infra*, nt. 220 e testo corrispondente.

<sup>217</sup> L'obiettivo usualmente riconnesso alla previsione delle maggioranze qualificate è quello di riequilibrare i rapporti tra minoranza e socio di controllo, limitando in favore della prima il potere (altrimenti sostanzialmente incondizionato) del secondo.

mento molto diverso, sul piano della natura e degli effetti, rispetto alle maggioranze qualificate, si pone in diretta concorrenza con queste ultime, poiché ne condivide appieno la logica e i presupposti di funzionamento. Sia l'uno che l'altra, infatti, operano quali strumenti di protezione della minoranza rispetto a decisioni potenzialmente pregiudizievoli (per quanto in ipotesi non illegittime) della maggioranza<sup>218</sup>.

Nel diritto societario italiano, l'uso della tecnica della maggioranza qualificata come strumento di controllo dell'esercizio del potere della maggioranza è proprio soprattutto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio ed è dunque su queste che conviene concentrare l'attenzione. In queste società, com'è ben noto, tutte le materie soggette alla competenza dell'assemblea straordinaria richiedono il *quorum* deliberativo dei due terzi<sup>219</sup>. La sovrapposizione fra i due rimedi (maggioranza qualificata e recesso) è dunque destinata a realizzarsi in via sistematica, dato che praticamente tutte le cause di recesso previste per le società per azioni "aperte" sono legate a deliberazioni di competenza dell'assemblea straordinaria, come tali soggette anche alla maggioranza qualificata.

L'efficacia della maggioranza qualificata come strumento di protezione della minoranza dipende essenzialmente da due fattori: la dimensione della partecipazione del socio di controllo e il grado di dispersione dell'azionariato di minoranza. Quanto al primo di essi, maggiore è il numero di azioni (*rectius*, di voti) posseduti dal socio di controllo, più elevata sarà la quota di capitale votante necessaria per bloccare la deliberazione. Ove, poi, quest'ultimo arrivi a detenere i due terzi dei voti, il *quorum* deliberativo rafforzato cessa di offrire qualsivoglia protezione alla minoranza, dal momento che il socio di controllo è in grado di raggiungere autonomamente il *quorum* richiesto ai fini dell'adozione della decisione<sup>220</sup>. Quanto al secondo fattore, minore è la dispersione dell'azionariato di minoranza,

---

<sup>218</sup> A ulteriore conferma dell'affinità di fondo dei due rimedi, si noti come la maggioranza qualificata, al pari del recesso, perde gran parte della propria utilità laddove manca un socio di controllo. In questi casi, infatti, la maggioranza assembleare non risulta espressione di una volontà individuale preformata, come tale inevitabilmente espressione degli interessi *individuali* di chi la esprime, ma costituisce, secondo quanto osservato al par. 17.1, il risultato dell'aggregazione di una molteplicità di volizioni e preferenze autonomamente formatesi, come tale tendenzialmente capace di rispecchiare effettivamente il comune interesse del gruppo.

<sup>219</sup> Com'è noto a molti, la scelta risale all'introduzione del Testo Unico della finanza. Questo, nel dettare regole speciali per le società quotate, aveva previsto il *quorum* deliberativo dei due terzi per l'approvazione delle delibere dell'assemblea straordinaria. La riforma del 2003 ha poi fatto propria questa scelta, estendendola a tutte le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. Sul punto v. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., 354 ss.

<sup>220</sup> Si noti che la regola della maggioranza della minoranza (come già osservato (*supra*, nt. 215), riconducibile al *genus* delle maggioranze rafforzate) non soffre dei problemi appena accennati. In virtù della sua specifica costruzione, infatti, la sua efficacia non diminuisce al crescere della partecipazione del socio di controllo, risultando da questo punto di vista uno strumento di tutela della minoranza superiore rispetto al *quorum* deliberativo rafforzato.

maggiore sarà la capacità di coordinamento degli azionisti di minoranza in vista dell'assemblea e dunque più agevole sarà, di fatto, l'esercizio del veto conferito dal *quorum* deliberativo rafforzato.

La maggioranza qualificata rappresenta dunque uno strumento di tutela particolarmente efficace degli interessi della minoranza in quelle società (e ve ne sono non poche nel nostro paese, soprattutto fra gli emittenti di dimensioni maggiori) che vedono da un lato la presenza di un socio di controllo non particolarmente forte (come lo è quello titolare di una quota minoritaria del capitale, ad esempio il trenta o il quaranta per cento), dall'altro la diffusa presenza di investitori istituzionali nell'azionariato di minoranza. In queste società, la percentuale di capitale relativamente bassa richiesta per bloccare la deliberazione, unita alla facilità di aggregazione della medesima, determinata dalla presenza di una molteplicità di azionisti di minoranza titolari di partecipazioni significative o comunque non irrisorie, rende la maggioranza qualificata uno strumento di tutela facilmente accessibile e dunque, almeno in principio, particolarmente efficace.

Nelle società che presentano le caratteristiche appena accennate, la presenza del recesso per le delibere soggette al *quorum* deliberativo rafforzato appare complessivamente meno utile<sup>221</sup>: gli azionisti di minoranza hanno infatti già a loro disposizione un efficace strumento alternativo per assicurarsi che quelle decisioni siano efficienti e non inique. Non solo: come già accennato, la presenza del recesso può interferire con il funzionamento di quello strumento, tendendo a marginalizzarlo. Spesso, infatti, per il singolo socio di minoranza il recesso rappresenta uno strumento di tutela preferibile rispetto alla maggioranza qualificata, poiché, diversamente da quest'ultima, è un rimedio individuale che, come tale, non richiede alcuno sforzo di coordinamento. Ebbene, proprio perché tendenzialmente più appetibile, il recesso tende a vanificare il ruolo delle maggioranze qualificate. Ove, in riferimento ad una data decisione, è previsto il recesso, la minoranza sarà scoraggiata dal ricorrere al veto offertole dalla supermaggioranza, perché è più "comodo" (ossia meno costoso) utilizzare il recesso. Questo può rappresentare un problema in quelle società ove l'insieme dei soci ritiene preferibile affidarsi primariamente allo strumento della maggioranza qualificata per la tutela della minoranza.

È anche importante notare che l'appena riscontrata interferenza è strettamente legata alle regole che disciplinano la legittimazione a recedere, ed in particolar modo al fatto che il recesso venga riconosciuto anche in favore di quanti si siano limitati a non esprimere il proprio voto in assemblea. La situazione cambierebbe radicalmente ove il diritto di recesso fosse attribuito solo a quanti abbiano espresso voto contrario. La presenza del recesso, in questo caso, lungi dall'interferire con il

---

<sup>221</sup> Di diverso avviso è B. LIBONATI, *Il ruolo*, cit., 115, il quale osserva che la riduzione dei *quorum* delle assemblee di terza convocazione favorisce gli azionisti di controllo e che il recesso, pertanto, in quest'ottica opera a tutela del socio di minoranza dissenziente.

funzionamento della maggioranza qualificata, svolgerebbe un ruolo sinergico rispetto ad essa, potenziandone fortemente l'efficacia. La presenza del recesso, infatti, produrrebbe un forte incentivo a esprimere voto contrario in assemblea (incentivo anche in questo caso determinato dal desiderio del singolo socio di conservarsi l'opzione di recedere), agevolando in tal modo il raggiungimento del numero di voti necessario a impedire l'adozione della deliberazione. L'effetto sarebbe che nelle società a controllo "debole", dove, per le ragioni già illustrate, la super-maggioranza può effettivamente giocare un utile ruolo di protezione dei soci di minoranza, grazie al recesso operazioni che il mercato considera dannose non ricevessero il necessario supporto assembleare e dunque non verrebbero adottate, con l'ulteriore non trascurabile conseguenza che, in ragione della mancata approvazione della delibera, verrebbero meno anche i presupposti per recedere. Si creerebbe insomma un equilibrio dove la previsione del recesso agevola il raggiungimento del numero di voti necessario ad impedire al socio di controllo di esprimere i due terzi dei voti favorevoli e dunque favorisce la bocciatura assembleare dell'operazione, minimizzando (a beneficio della società) l'effettivo utilizzo del rimedio.

Ciò detto, deve comunque osservarsi che in numerose circostanze, nonostante la già sottolineata generale affinità di logica e funzione fra recesso e maggioranza qualificata, i due strumenti di fatto non risultano meramente duplicativi ma, a seconda dell'efficacia relativa dell'uno e dell'altro, sostitutivi e dunque complementari. Un primo caso è quando il recesso non offre alla minoranza una protezione piena, tipicamente perché il prezzo di rimborso non riesce a immunizzare appieno i soci rispetto alle conseguenze negative della decisione o, più in generale, non offre ad essi un corrispettivo adeguato. Come avremo occasione di verificare più avanti, questo problema concerne soprattutto le società quotate: in questo caso, lo strumento della maggioranza rafforzata offre una protezione migliore, perché permette alla minoranza di evitare del tutto il pregiudizio impedendo l'evento (la decisione) da cui questo trae origine, conservando quindi una propria autonoma utilità (e appetibilità).

Un secondo caso è quando l'operazione, pur astrattamente non dannosa, è costruita in modo tale da riservare alla maggioranza una frazione sproporzionata del *surplus* da essa derivante. Si è visto che, in presenza di costi di transazione bassi (ed è il caso delle società di cui si discute, prevalentemente rappresentate da società quotate), il recesso non può essere utilizzato come arma per tentare di ottenere una più equilibrata distribuzione del *surplus*<sup>222</sup>. La maggioranza qualificata, invece, proprio in quanto *property rule* che conferisce alla minoranza un potere di veto sull'operazione, può essere sfruttata a questi fini<sup>223</sup>. Ricorrere a quest'ultima

---

<sup>222</sup> V. *supra*, parr. 14 e 16.

<sup>223</sup> L'ovvia controindicazione, già ampiamente messa in evidenza, è rappresentata dal rischio di

offre dunque ai soci, anche in questo caso, un'utilità aggiuntiva che il recesso non consente di ottenere.

In via del tutto speculare, poi, vi sono casi in cui è il recesso ad operare di fatto quale sostituto della maggioranza qualificata, in ragione della concreta inefficacia di quest'ultima. Ci si riferisce a quelle situazioni in cui il rimedio non offre di fatto alcuna forma di protezione, come quando il socio di controllo detiene i due terzi dei voti ed ha quindi il pieno controllo anche dell'assemblea straordinaria, o come quando, per l'elevata polverizzazione dell'azionariato di minoranza o per il numero di voti comunque molto elevato detenuto dal socio di controllo, è di fatto estremamente arduo attivare il rimedio. Nelle circostanze appena richiamate, la presenza del recesso è utile e non duplicativa perché sopperisce all'inefficacia della maggioranza qualificata nel proteggere gli azionisti di minoranza.

Pertanto, quantunque maggioranza qualificata e recesso rappresentino rimedi astrattamente concorrenti, in quanto entrambi finalizzati ad attribuire alla minoranza una forma di incisivo controllo sul potere esercitato dalla maggioranza (in entrambi i casi, come già osservato, non limitato ai profili di legittimità della decisione, com'è invece proprio di altri strumenti come il risarcimento del danno e l'impugnazione della delibera), finalizzata a garantire che questo non venga esercitato in modo da nuocere agli interessi della prima, solo in un insieme ridotto di situazioni essi possono considerarsi autentici "doppioni". Ciò non significa, tuttavia, che le interferenze che abbiamo avuto modo di riscontrare in tale pur circoscritto insieme di casi siano per ciò solo irrilevanti.

## 19. Osservazioni conclusive

L'analisi svolta ai paragrafi che precedono indica che il recesso costituisce un utile strumento di *screening* dell'efficienza e dell'equità delle decisioni della maggioranza e quindi un importante strumento di controllo e indirizzo del potere riconosciuto a quest'ultima, preordinato a garantire che esso sia esercitato in maniera virtuosa e non opportunistica, ossia in senso strumentale all'adozione di scelte (i) efficienti (creatrici di nuova ricchezza) e (ii) non inique (tali da non arrecare dan-

---

un utilizzo opportunistico dello strumento, finalizzato a far propria una parte sproporzionata del *surplus* in danno della maggioranza. Il rischio in parola è tutt'altro che teorico, data la diffusa presenza sugli odierni mercati di investitori, quali fondi *hedge* e azionisti "attivisti", specializzati proprio in operazioni di questo tipo. Si è già visto, tuttavia, come il diritto societario non sia sprovvisto di regole e principi capaci di contrastare, quantomeno in astratto, questo tipo di comportamenti. Oltre alla figura dell'abuso del diritto e alla clausola generale di buona fede e correttezza, un altro principio potenzialmente efficace a questi fini è quello di parità di trattamento, che, quantomeno in principio, impedisce agli organi sociali di riconoscere al socio di minoranza utilità e vantaggi "speciali" in cambio della rimozione del suo veto all'operazione.

no alla minoranza). Questo è, in ultima analisi, il ruolo dell'istituto nel governo delle società di capitali.

L'analisi, tuttavia, indica anche che l'efficienza dello strumento – intesa quale capacità di adempiere a una tale funzione di *screening* in maniera efficace e senza costi – non è sempre la medesima, ma varia sulla base di due fattori principali: l'entità dei costi di transazione legati alla sostituzione del socio recedente e la struttura proprietaria della società.

Dove i costi di transazione sono bassi, il recesso ha la capacità di bloccare le operazioni inefficienti e dannose per la minoranza senza ostacolare quelle efficienti e vantaggiose per quest'ultima<sup>224</sup>, rivelandosi dunque, quantomeno in astratto, un efficiente strumento di governo societario. Al contrario, dove quei costi sono elevati il recesso può in concreto ostacolare la realizzazione di operazioni creatrici di valore<sup>225</sup>, poiché, oltre a prestarsi a un utilizzo strategico, tende ad essere utilizzato anche a fronte di operazioni che accrescono il valore della partecipazione del socio.

Anche la struttura proprietaria incide in maniera significativa sulla complessiva efficienza e funzionalità del recesso. Se questo istituto dispiega un utile ruolo di *screening* e protezione della minoranza nelle società che vedono la presenza di un socio di controllo, esso si rivela ridondante e per alcuni aspetti disfunzionale nelle società dove invece tale socio di controllo manca. Queste differenze contribuiscono forse a spiegare perché negli Stati Uniti, dove la proprietà delle grandi imprese quotate è tradizionalmente dispersa, il recesso occupi un ruolo marginale nella *governance* di quelle società<sup>226</sup> e sia spesso considerato un inutile retaggio del passato<sup>227</sup>.

Infine, le osservazioni condotte ai paragrafi che precedono indicano che l'utilità del recesso è legata anche alla presenza (e concreta efficacia) di strumenti di tutela concorrenti. Questi sono ad esempio le maggioranze qualificate, la cui funzione è sottrarre alla maggioranza assembleare il potere di decidere in piena autonomia l'operazione, conferendo alla minoranza un potere di veto sulla medesima.

---

<sup>224</sup> Non si condivide pertanto l'osservazione di P. PISCITELLO, *Riflessioni*, cit., 523, secondo cui il recesso nelle società quotate dovrebbe essere riconosciuto restrittivamente in ragione, fra le altre cose, del rischio di un esercizio "strumentale" del rimedio. L'analisi sviluppata ai paragrafi che precedono dimostra che, proprio in virtù dei bassi costi di sostituzione del socio recedente, questo rischio è contenuto ed in ogni caso inferiore rispetto a quanto non accada nelle società chiuse.

<sup>225</sup> Rileva che il recesso rappresenta uno strumento tendenzialmente innocuo nelle società quotate e invece maggiormente problematico nelle società chiuse anche M. CERA, *La disciplina*, cit., 175, sebbene sulla base di argomenti in buona parte diversi da quelli qui avanzati.

<sup>226</sup> V. *supra*, cap. 1, par. 4.

<sup>227</sup> V. S. CALLAHAN *et al.*, *Appraisal Arbitrage*, cit., 2, che lo definiscono "a vestigial fossil from a bygone M&A era" (pur considerandolo "a potentially powerful tool to counter deal terms").

Laddove, in ragione della particolare conformazione della base sociale, lo strumento risulta effettivamente fruibile e facilmente accessibile, il recesso perde buona parte della propria concreta utilità.

Come in parte già accennato, i risultati dell'analisi svolta ai paragrafi che precedono hanno importanti riflessi sull'interpretazione delle regole attuali e producono alcune importanti indicazioni sul piano della *policy*. Di entrambi questi aspetti ci occuperemo più avanti, dopo un'analisi più puntuale e precisa di quelli che, alla luce delle riflessioni appena compiute, appaiono essere i limiti della disciplina attuale.

## Capitolo 3

### LIMITI DEL SISTEMA

SOMMARIO: 1. Introduzione: i profili di inadeguatezza dell'attuale disciplina. – *Sezione I. I CRITERI DI DETERMINAZIONE DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE.* – 2. L'importanza dei criteri di liquidazione ai fini del corretto funzionamento del recesso. – 3. Valore di liquidazione ed effetti della delibera sul valore della partecipazione del recedente. – 4. Un problema ulteriore: il criterio della media semestrale si presta a facili operazioni di arbitraggio. – 5. Problemi di sovra-compensazione del socio recedente nelle società non quotate. – 6. Problemi di sovra-compensazione nelle società quotate. – 7. Gli ulteriori problemi legati allo scarto temporale tra fissazione del prezzo di rimborso ed esercizio del recesso nelle società quotate. – 8. Alcune riflessioni conclusive: diversa incidenza dei problemi di sovra-compensazione nelle società quotate e non quotate. – *Sezione II. L'ECESSIVA RIGIDITÀ DELLA DISCIPLINA.* – 9. Introduzione. – 10. Disfunzioni riconnesse all'inderogabilità *in peius*. – 11. L'inderogabilità *in peius* come presidio di tutela della minoranza e strumento per garantire l'effettività del rimedio. – 12. L'inderogabilità in senso "additivo", ovvero il divieto, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, di prevedere cause di recesso ulteriori rispetto a quelle legali. – 13. L'inderogabilità in senso additivo come riflesso della agevole possibilità di alienare la partecipazione sul mercato e come presidio di tutela dei creditori? Critica. – 14. *Segue*: recesso e interesse alla continuità dell'impresa nelle società aperte: anche in questo caso un falso problema.

#### 1. *Introduzione: i profili di inadeguatezza dell'attuale disciplina*

L'analisi svolta al capitolo che precede, nel dar conto del ruolo e della funzione del recesso nel governo delle società di capitali, ha messo in luce come lo strumento operi con un diverso grado di efficienza a seconda del grado di liquidità della partecipazione e della struttura proprietaria della società. Si è messo in luce che ove la partecipazione del socio è liquida – situazione tipicamente ravvisabile nel caso delle società quotate –, il recesso non pone ostacoli di rilievo al compimento di operazioni efficienti; al contrario, dove essa è illiquida, il recesso tende a ostacolare questo tipo di operazioni. Inoltre, mentre il rimedio svolge un'effettiva e utile funzione di tutela del socio nelle società che vedono la presenza di un socio di controllo, esso appare meno utile e fonte di alcune disfunzioni nelle società dove invece quest'ultimo manca. Infine, si è notato che sulla complessiva utilità e funzionalità del rimedio incide anche la presenza di even-

tuali strumenti di tutela concorrenti, ed in special modo delle maggioranze qualificate.

L'attuale disciplina del recesso non riflette queste differenze nel concreto funzionamento del rimedio, ed anzi appare per molti aspetti costruita in senso apertamente contraddittorio rispetto a quelle. In primo luogo, il fatto che il recesso si riveli largamente innocuo per le operazioni creatrici di valore nelle società quotate e invece capace di ostacolarle sistematicamente nelle non quotate suggerisce che il regime legale dovrebbe essere maggiormente permissivo con riferimento alle prime e tendenzialmente più restrittivo con riguardo alle seconde. L'attuale disciplina, invece, appare costruita in senso contrario: nella s.r.l. – società di capitali dove la partecipazione è tipicamente scarsamente liquida – il recesso è riconosciuto in maniera molto ampia<sup>1</sup>, accompagnandosi praticamente ad ogni mutamento organizzativo di una qualche significatività. Inoltre, solo alle società chiuse (s.r.l. e s.p.a. che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) è riconosciuta la facoltà di estendere l'area di operatività del rimedio, prevedendo ulteriori cause di recesso di natura convenzionale. Al contrario, la disciplina del recesso nelle società quotate – caratterizzate in via di principio da un elevato grado di liquidità delle partecipazioni sociali – è costruita in senso complessivamente più restrittivo, non essendo riconosciuto all'autonomia privata il potere di ampliare il catalogo delle cause di recesso previste dal legislatore.

In secondo luogo, l'attuale regime non prevede differenze di disciplina a seconda che vi sia o meno un socio di controllo (e questo – lo si noti incidentalmente – sebbene il “controllo” sia un elemento spesso preso in considerazione dal diritto societario), nonostante, per le ragioni che si sono appena richiamate, utilità e complessiva funzionalità del rimedio varino molto a seconda della struttura proprietaria della società.

Gli appena sottolineati profili di incoerenza dell'attuale disciplina rispetto al concreto operare del rimedio indicano che il legislatore del 2003, all'atto di riformare il sistema del recesso, non avesse ben chiara la sua esatta meccanica di funzionamento e non fosse a conoscenza del ruolo giocato dai due fattori sopra menzionati (costi di transazione e struttura proprietaria) nella complessiva efficienza e funzionalità del rimedio.

Le riflessioni compiute al capitolo che precede segnalano inoltre l'esistenza di due limiti concernenti l'attuale disciplina. Il primo lo si è incontrato più volte e concerne i criteri di determinazione del valore di liquidazione. Questi, nelle società non quotate caratterizzate da partecipazioni poco o nulla liquide, generano sistematici effetti di sovra-compensazione che alterano gli incentivi all'esercizio del rimedio, rendendo conveniente recedere anche a fronte di operazioni non pregiudizievoli per il socio. Peraltro, come si avrà modo di appurare nel-

---

<sup>1</sup> V. gli autori richiamati *supra*, cap. 2, nt. 25.

le pagine che seguono, anche i criteri di liquidazione propri delle società quotate non risultano immuni da difetti: da un lato, essi non si rivelano sempre capaci di garantire al socio protezione piena rispetto al pregiudizio derivante dalla decisione che è causa di recesso, inconveniente che impedisce al rimedio di svolgere con piena efficacia la propria funzione di tutela del socio e *screening* delle operazioni dannose per la minoranza; dall'altro, in alcuni casi si rivelano capaci di generare effetti di sovra-compensazione del socio, con gli effetti dannosi che si sono più volte ricordati.

Il secondo limite, di carattere più generale, è rimasto finora largamente in ombra e concerne l'eccessiva rigidità della disciplina. Il sistema del recesso rappresenta una delle aree a più alto tasso di "imperatività" dell'attuale diritto delle società di capitali<sup>2</sup>. Per le ragioni che vedremo, anch'esse correlate alle caratteristiche e ai fattori che si sono discussi in precedenza, questa rigidità risulta largamente ingiustificata. Naturalmente, una tale scarsa flessibilità risulterebbe meno grave se la costruzione normativa dell'istituto rispecchiasse effettivamente il concreto operare del rimedio, ed in special modo il suo diverso livello di efficienza a seconda del grado di liquidità della partecipazione e della presenza o meno di un socio di controllo. Come appena osservato, tuttavia, così non è. L'elevata rigidità della disciplina impedisce pertanto all'autonomia privata di rimediare al problema rimodulando il regime legale sulla base degli appena accennati fattori, ad esempio riducendo il novero di cause di recesso nelle società dove manca un socio di controllo (nelle quali, come visto, il recesso è complessivamente meno utile come strumento di protezione del socio e fonte di disfunzioni), o in quelle in cui la partecipazione sociale è illiquida, in risposta ai problemi di sovra-compensazione e uso opportunistico del rimedio che si sono evidenziati, ovvero modificando, nelle medesime società, i criteri di liquidazione in senso deteriore per il socio, sempre al fine di rimediare agli appena accennati problemi di sovra-compensazione.

Come avremo modo di dimostrare nelle pagine che seguono, non sussistono validi argomenti per impedire all'autonomia privata di modificare anche in profondità il regime legale del recesso. L'unico limite (l'unica norma imperativa realmente giustificata, in un'ottica di efficienza) concerne le modificazioni *ex post*, ossia quelle che intervengono successivamente alla costituzione della società o all'ingresso in essa di investitori di minoranza, per le quali è opportuno stabilire rigidi presidi di protezione della minoranza dissenziente.

---

<sup>2</sup> V. *infra*, sez. II.

## Sezione I

### I CRITERI DI DETERMINAZIONE DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE

#### 2. *L'importanza dei criteri di liquidazione ai fini del corretto funzionamento del recesso*

L'analisi condotta al cap. 2 ha fatto emergere l'importanza dei criteri di liquidazione ai fini del corretto operare del recesso. Essa ha messo in luce che affinché il rimedio possa adempiere in maniera efficace alla propria funzione di protezione del socio dissenziente e di controllo dell'equità e dell'efficienza delle operazioni per le quali è riconosciuto, è necessario che la somma di denaro pagata al recedente non lo penalizzi né, specularmente, che lo avvantaggi rispetto alla situazione nella quale costui si troverebbe in assenza della delibera per la quale è riconosciuto il recesso<sup>3</sup>.

Nel primo caso, infatti, il rimedio risulterebbe incapace di offrire piena protezione alla minoranza e, correlativamente, perderebbe la propria capacità di fungere da filtro rispetto a operazioni inefficienti ma convenienti per la maggioranza, poiché capaci di arricchirla a discapito della minoranza<sup>4</sup>. Il recesso, infatti, non riuscirebbe più a trasferire sulla maggioranza i costi che l'operazione impone alla minoranza e dunque non eliminerebbe l'incentivo della prima verso questo tipo di operazioni. Nel secondo caso, ne deriverebbe una dannosa alterazione degli incentivi all'utilizzo del rimedio. Come si è in parte già avuto modo di constatare, il recesso cesserebbe di essere utilizzato quale strumento di tutela rispetto a operazioni ritenute pregiudizievoli, che viene "attivato" solo allorché ci si attende dalla decisione una diminuzione del valore della propria partecipazione, ma verrebbe

---

<sup>3</sup> L'importanza dei criteri di liquidazione nel garantire il corretto operare del rimedio è efficacemente sottolineata da M. CALLEGARI, *Il recesso*, cit., 253 ("l'individuazione della quota di liquidazione costituisce il cardine dell'intera fattispecie, atteso che ne può limitare fortemente la funzionalità ove non coincida con il punto di difficile equilibrio tra un'eventuale sopravvalutazione, che si tradurrebbe per la maggioranza in un ostacolo a porre in essere variazioni dell'assetto societario – magari opportune o vantaggiose –, e una svalutazione del valore della partecipazione, con l'effetto di vanificare il diritto e disincentivare l'investimento).

<sup>4</sup> Cfr. D. GALLETI, *Art. 2437*, cit., 1481, per l'analogia osservazione secondo cui ove i criteri di liquidazione non consentissero di riflettere il valore effettivo della partecipazione, ciò permetterebbe alla maggioranza di ricavare un vantaggio privato dall'operazione, a discapito della minoranza. E v. altresì P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 13, per la più generale osservazione secondo cui "l'efficienza dello strumento [...] è strettamente legata al riconoscimento di una quota di liquidazione, che eviti una penalizzazione del recedente".

utilizzato anche a fronte di operazioni capaci di accrescerne il valore (e quindi presumibilmente efficienti), disincentivando la maggioranza dall'adoptare quelle decisioni<sup>5</sup>.

Com'è ampiamente noto, la materia dei criteri di liquidazione della partecipazione del socio recedente ha subito radicali modifiche in occasione della riforma del 2003. Il precedente approccio basato sui valori risultanti dal bilancio di esercizio<sup>6</sup> è stato abbandonato perché chiaramente penalizzante per il socio<sup>7</sup> e come tale incapace di offrire adeguata tutela rispetto a decisioni ritenute pregiudizievoli<sup>8</sup>. Al suo posto è stato introdotto un diverso sistema di criteri finalizzato ad assicurare al recedente il “*fair value*” della partecipazione, ossia una somma di denaro che rifletta il valore “reale” o “effettivo” delle azioni o della quota nel momento in cui sorge il diritto al recesso<sup>9</sup>.

---

<sup>5</sup> V. sul punto J.N. GORDON, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 *Colum. L. Rev.* 1549 (1989), 1588. Il già ricordato fenomeno dell'*appraisal arbitrage*, negli Stati Uniti (v. *supra*, cap. 2, nt. 211), testimonia chiaramente le profonde distorsioni che un'eccessiva “generosità” nella determinazione del valore di liquidazione può produrre.

<sup>6</sup> Più precisamente, il primo comma dell'art. 2437, nella sua versione anteriforma, prevedeva che la somma di denaro da liquidarsi al socio recedente andasse determinata, per le s.p.a. non quotate, “in proporzione del patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio”. Il criterio di liquidazione previsto per le società quotate era invece analogo nella sostanza a quello attuale, essendo previsto che il prezzo di rimborso fosse determinato facendo esclusivo riferimento al “prezzo medio dell'ultimo semestre”. Per un confronto tra la disciplina attuale e quella previgente, ricco di spunti di interesse, v. M. MAUGERI, *Contratto, mercato*, cit., 112 ss.

<sup>7</sup> V. per tutti V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 234. La liquidazione secondo l'appena accennato criterio di *book value* conduceva infatti ad una sistematica sottovalutazione della partecipazione del socio, poiché non era in grado di riflettere adeguatamente valori, quali le prospettive reddituali future, o elementi dell'attivo patrimoniale, come le c.d. riserve tacite (M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 81), che invece assumono usualmente rilievo in sede di cessione della partecipazione sul mercato, e tendeva a deprimere il valore del patrimonio sociale in ragione dell'applicazione di principi e criteri prudenziali, come quello del costo storico, nella valutazione delle singole poste di bilancio (G. PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1/1982, 112; N. CIOCCA, *Il recesso*, cit., 209). L'unico vantaggio che è dato riscontrare nel precedente sistema di valutazione è l'univocità della determinazione del valore di liquidazione. Questo è infatti ricavabile attraverso una semplice operazione aritmetica e non comporta quindi, diversamente dai criteri attuali, alcuna discrezionalità valutativa (lo sottolinea M. BIONE, *Informazione ed exit*, cit., 205). Deve osservarsi, peraltro, che non mancano gli autori che si sono espressi a sostegno del precedente sistema di determinazione del valore di liquidazione, nonostante il suo acclarato carattere penalizzante: v. per tutti G. FERRI, *Le società*, cit., 912.

<sup>8</sup> Per un giudizio meno negativo, basato sul presupposto della profonda alterità sussistente fra recesso – istituto che attiene alla dimensione partecipativa – e vicende di natura traslativa che afferiscono a un piano diverso, come il trasferimento dell'azienda e l'alienazione della partecipazione, v. D. GALLETI, *Art. 2437 ter*, cit., 1570, 1576.

<sup>9</sup> Sul punto vi è sostanziale unanimità di vedute in dottrina: cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 313; G.V. CALIFANO, *Il recesso*, cit., 95, 114; M. CARATOZZOLO, *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a.*, parte II, in *Società*, 11/2005, 1346 (con riferimento ai

Obiettivo dell'intervento è quello di consentire all'istituto di dispiegare appieno ed efficacemente la propria funzione di strumento di tutela del socio di minoranza rispetto a decisioni potenzialmente pregiudizievoli della maggioranza. È evidente, infatti, che offrire al socio una somma di denaro inferiore all'effettivo valore delle azioni o della quota frustrerebbe tali obiettivi di tutela, poiché risulterebbe incapace di immunizzare il socio rispetto alle conseguenze negative della decisione.

Ad uno sguardo globale, non è scorretto affermare che i criteri risultanti dall'intervento di riforma del 2003 costituiscano un passo avanti per molti aspetti decisivo verso questo obiettivo. Tuttavia, ed è su questo aspetto che si intende adesso concentrare l'attenzione, essi presentano anche alcune imperfezioni: come già sottolineato, la loro applicazione determina effetti più o meno diffusi e accentuati di sotto- o sovra-compensazione del socio, che, per le ragioni che si sono dette, incidono negativamente sulla complessiva funzionalità del recesso<sup>10</sup>.

### 3. Valore di liquidazione ed effetti della delibera sul valore della partecipazione del recedente

Come più volte ricordato, ai fini del corretto funzionamento dell'istituto del recesso è in primo luogo necessario che la determinazione del valore di liquidazione risulti insensibile agli effetti negativi della delibera o decisione che lo legittima. Se così non fosse, il rimedio si rivelerebbe incapace di offrire piena protezione al socio e perderebbe la propria capacità di fungere da strumento di *screening* e blocco delle operazioni inefficienti.

Appare fuor di dubbio che, alla luce degli attuali criteri, nella determinazione del valore di liquidazione non si debba tenere conto degli eventuali effetti pregiudizievoli della delibera. Le disposizioni del codice contenenti i criteri di determinazione del prezzo di rimborso (art. 2437-ter per la s.p.a., art. 2473, terzo comma, per la s.r.l.) non lo affermano espressamente<sup>11</sup>, ma lo si evince in maniera chiara

---

criteri previsti per la s.r.l.); S. CARMIGNANI, *Art. 2437-ter*, cit., 890; L. DELLI PRISCOLI, *Art. 2473*, cit., 304; V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 222, 234 (con specifico riferimento alla s.p.a. non quotata); M. MALTONI, *Il recesso e l'esclusione*, cit., 311; P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 5 (pur sottolineando i "non pochi punti oscuri sulla portata della nuova regolamentazione dei diritti patrimoniali del recedente"); ID, *Riflessioni*, cit., 524 (con riferimento alla s.p.a.); M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *N. giur. civ. comm.*, 6/2005, II, 466.

<sup>10</sup> Come vedremo meglio al cap. 4, ad alcuni di questi problemi è possibile porre rimedio in via interpretativa o facendo ricorso agli spazi riservati all'autonomia statutaria. Una efficace e completa eliminazione dei problemi in questione, tuttavia, richiede un intervento di riforma delle regole attuali.

<sup>11</sup> Per la verità, per ciò che concerne la società per azioni un indice testuale può ricavarsi dal fat-

dalla legge delega, là ove essa impone al legislatore delegato di “individuare [...] criteri di calcolo del valore di rimborso *adeguati alla tutela del recedente*” (c. vo aggiunto)<sup>12</sup>. È evidente che se nel calcolo del prezzo di rimborso dovesse tenersi conto degli effetti pregiudizievoli della delibera, il recesso, per le ragioni richiamate più volte, perderebbe la propria capacità di offrire *adeguata tutela* al socio recedente, in contrasto che le prescrizioni della legge delega<sup>13</sup>. Dunque, quale che sia il criterio o i criteri concretamente applicabili, gli effetti della delibera non devono incidere sulla determinazione del prezzo di rimborso<sup>14</sup>.

I criteri previsti per le s.p.a. non quotate e per le s.r.l. non sembrano sollevare problemi a questo riguardo. Essi richiedono che la determinazione del prezzo di rimborso sia effettuata dall'organo amministrativo (con valutazione contestabile

---

to che la determinazione del valore di rimborso deve essere compiuta dagli amministratori nei quindici giorni che precedono l'assemblea chiamata ad adottare la delibera che è causa di recesso e dunque necessariamente con riferimento ad un momento in cui la delibera non è ancora stata adottata e non ha dunque dispiegato i propri effetti. La disciplina della s.r.l. è invece più ambigua: l'art. 2473, terzo comma, nello stabilire che la valutazione debba farsi avendo riguardo al valore di mercato del patrimonio della società *al momento della dichiarazione di recesso*, fa riferimento ad un momento successivo all'adozione della deliberazione e sembra pertanto suggerire che la valutazione possa e debba riflettere gli effetti di questa (in questo senso, sulla base di tale argomento, si esprime D. GALLETI, *Art. 2437 ter*, cit., 1593). Per le ragioni illustrate nel testo, tuttavia, tale idea è da respingere. V. sul punto M. PERRINO, *Il recesso del socio*, cit., 237.

<sup>12</sup> Così dispone l'art. 4, nono comma, lett. d), della legge delega di riforma del diritto societario (legge 3 ottobre 2001, n. 366) con riferimento alla s.p.a. (ma con norma chiaramente estendibile alla s.r.l.).

<sup>13</sup> Quanto invece alla possibilità di tener conto, nella determinazione del valore di liquidazione, degli eventuali effetti positivi della decisione, mancano indici di tipo testuale che lo escludano espressamente (diversamente da altri ordinamenti, come ad esempio il Delaware, ove si prevede che il *fair value* delle azioni o quote del recedente debba determinarsi “exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the [operation giving raise to the appraisal right]” (8 Del. Code Ann. tit. 8, § 262(h) (2023)). Tuttavia, almeno due argomenti ci consentono di escluderlo con sicurezza. In primo luogo, riconoscere al socio recedente una somma di denaro che rifletta l'incremento di valore generato dall'operazione che è causa di recesso appare porsi in evidente contraddizione con la decisione di recedere: scelta che, come si è detto più volte, è ostensibilmente motivata dalla convinzione che la delibera danneggi il socio, diminuendo il valore della sua quota o delle sue azioni. In secondo luogo, e soprattutto, così facendo gli incentivi all'esercizio del rimedio subirebbero una profonda distorsione. La scelta di recedere cesserebbe infatti di essere legata a operazioni che il socio considera dannose. Il rimedio verrebbe utilizzato anche a fronte di operazioni che creano valore, proprio perché la somma pagata a titolo di liquidazione riflette quel *surplus*. Questo danneggerebbe la società (ossia i soci come gruppo, e dunque gli stessi soci di minoranza) poiché ridurrebbe gli incentivi della maggioranza a realizzare quelle operazioni. Sul punto v. *amplius* M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2012, 112 ss.

<sup>14</sup> Il punto è sostanzialmente pacifico in dottrina: v. *ex multis* M. PERRINO, *Il recesso del socio*, cit., 237; M. VENTORUZZO, *Recesso e valore*, cit., 114. ID., *Recesso da società a responsabilità limitata*, cit., 468.

attraverso lo speciale meccanismo previsto all'art. 2437-ter, sesto comma) sulla base di una serie di parametri generali di natura non meccanicistica<sup>15</sup> (ossia non basati su una mera formula matematica da cui derivare il prezzo di rimborso a partire da un determinato valore iniziale univocamente individuabile, com'è invece il caso dei criteri previsti per le s.p.a. quotate, di cui ci occuperemo a breve). Questi garantiscono agli amministratori sufficiente flessibilità per permettere loro di individuare un valore di rimborso che scompiti per intero gli effetti dell'operazione sul valore delle azioni o della quota del recedente<sup>16</sup>.

Qualche perplessità circa la capacità di immunizzare dagli effetti negativi della delibera sorge invece con riguardo al criterio di liquidazione proprio delle società quotate. L'attuale disciplina prevede che il prezzo di rimborso delle "azioni quotate in mercati regolamentati" sia 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"<sup>17</sup>. Com'è ben noto, la scelta del prezzo di mercato quale criterio di determinazione del valore delle azioni delle società quotate si giustifica sulla base dell'assunto, ragionevole e ampiamente condiviso, secondo cui il prezzo di mercato di un'azione quotata fornisce usualmente la più precisa approssimazione del reale valore del titolo<sup>18</sup> e dovrebbe quindi offri-

---

<sup>15</sup> Ne offriremo un'illustrazione più dettagliata al successivo par. 5.

<sup>16</sup> Piuttosto, come vedremo meglio al par. 5, i criteri di liquidazione delle società non quotate presentano il problema opposto, ossia tendono a premiare oltremisura il socio.

<sup>17</sup> Art. 2437-ter, terzo comma. Può essere interessante notare, incidentalmente, che la disciplina richiamata nel testo, applicandosi alle società con azioni quotate su mercati regolamentati, non si applica alle società i cui titoli sono negoziati su sistemi alternativi di negoziazione, come le società quotate sul mercato di crescita per le piccole e medie imprese *Euronext Growth Milan*. A queste si applicheranno i criteri previsti per le s.p.a. non quotate dall'art. 2437-ter, secondo comma. Questi ultimi, tuttavia, annoverano fra i criteri di determinazione del valore di liquidazione anche l'«eventuale valore di mercato delle azioni», cosa che consente di dare rilievo, nella determinazione di tale valore, ai prezzi espressi dal sistema multilaterale. E v. sul punto C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 155 s.

<sup>18</sup> Per una recente difesa del prezzo di mercato quale affidabile criterio di determinazione del valore delle azioni quotate in caso di recesso v. W.J. CARNEY-K. SHARFMAN, *The Death of Appraisal Arbitrage: Ending Windfalls for Deal Dissenters*, 43 *Del. J. Corp. L.* 61 (2018), 65, 66, nonché J. MACEY-J. MITTS, *Asking the Right Question: The Statutory Right of Appraisal and Efficient Markets*, 74 *Bus. Law.* 1015 (2019). Esprimono scetticismo sulla capacità del prezzo di mercato di riflettere il reale valore del titolo G. PRESTI, *Questioni*, cit., 112 (sulla base dell'osservazione secondo cui le quotazioni, "in un mercato finanziario anomalo quale [quello italiano]", risultano "spesso influenzate [...] da fattori del tutto estrinseci a considerazioni di ordine economico-patrimoniale"); L. DE ANGELIS, *Sui criteri di valutazione delle azioni del socio recedente*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 4/1977, 1525 s. ("la quotazione dell'azione non è un termine indicativo del suo valore intrinseco, dipendendo, oltre che dalla più o meno esattamente individuata consistenza del patrimonio sociale, da tutta una serie di fattori, per lo più contingenti e ciclici, che con la consistenza patrimoniale hanno ben poco a che vedere"); S. CARMIGNANI, *Art. 2437-ter*, cit., 892.

re al socio quell'“adeguata tutela” richiesta dal legislatore delegante<sup>19</sup>.

Il profilo che ci interessa maggiormente, tuttavia, è quello del *dies a quo* a partire dal quale calcolare a ritroso i sei mesi che costituiscono il periodo di riferimento per il calcolo della media. La scelta del giorno di pubblicazione o ricezione dell'avviso di convocazione, in luogo di quello di adozione della delibera, segnala alquanto chiaramente la volontà del legislatore di selezionare, ai fini del calcolo del prezzo di rimborso, un insieme di prezzi che ancora non riflettono gli effetti della delibera sul valore delle azioni<sup>20</sup>. Su di un piano giuridico-formale, infatti, prima della pubblicazione dell'avviso non vi è ancora alcuna proposta di deliberazione in riferimento alla quale possa sorgere un interesse del socio a recedere. Questa soluzione, tuttavia, non tiene conto del fatto che l'informazione circa la futura operazione che legittima il recesso spesso si diffonde di fatto ben prima del

---

<sup>19</sup> V. *supra*, nt. 12 e testo corrispondente. La ricostruzione richiamata nel testo, per quanto diffusa, non è unanimemente condivisa: Maugeri e Fleischer, ad esempio, spiegano la scelta del legislatore di prevedere per le società quotate criteri di liquidazione diversi rispetto a quelli previsti per le società non quotate sulla base di un'asserita diversità, nell'un caso e nell'altro, dell'oggetto della valutazione. Nelle società non quotate, secondo l'opinione dei due Autori, “l'azione viene in rilievo come «partecipazione», sicché lo scopo e l'obiettivo dell'intervento valutativo degli amministratori si risolve nell'accertare prima il risultato complessivo conseguito dall'operazione societaria sino al momento della valutazione e poi, per derivazione, la porzione dello stesso spettante alla singola unità azionaria”. Nelle società quotate, invece, l'azione “viene [...] in rilievo come «bene» autonomamente negoziabile, quindi munito di un proprio “immediato” valore” [il valore di scambio o di mercato dell'azione, per l'appunto: n.d.a.] (M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 96). A parere di chi scrive, l'appena richiamata scelta del legislatore di affidarsi a due criteri diversi per società quotate e non quotate si spiega in realtà più facilmente sulla base del fatto, già sottolineato nel testo, che mentre per le prime esiste un *benchmark* ragionevolmente affidabile (il prezzo di mercato) a cui agganciare la determinazione del *fair value* delle azioni, per le seconde tale *benchmark* non esiste e non si può quindi far altro che ricorrere a parametri diversi.

<sup>20</sup> V. sul punto M. CALLEGARI, *Art. 2437 ter*, in G. COTTINO *et al.*, *Il nuovo diritto societario*, vol. II, Zanichelli, Bologna, 2004, 1423; G.V. CALIFANO, *Il recesso*, cit., 88; S. CARMIGNANI, *Art. 2437-ter*, cit., 892; M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 94; A. PACIELLO, *Art. 2437-ter*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali: commentario*, vol. II, Jovene, Napoli, 2004, 1133. Il punto è ben evidenziato anche da Cass., 26 agosto 2004, n. 17012, in *Riv. not.*, 1/2005, II, 144, con nota di M. CHIRILLI, *Diritto di recesso e rimborso delle azioni nella riforma del diritto societario*, 146 ss. Deve osservarsi che se il recesso operasse con perfetta efficacia, a rigore non dovrebbe osservarsi alcuna variazione al ribasso dei prezzi a seguito della diffusione della notizia circa la progettata operazione dannosa per la minoranza. Gli investitori saprebbero infatti di avere a disposizione uno strumento che li immunizza perfettamente da tali effetti negativi in caso di effettiva adozione della decisione e dunque si renderebbero disponibili ad acquistare le azioni della società per un prezzo che non riflette gli effetti in questione. È irrealistico immaginare che il recesso operi con un'efficienza ed efficacia tali da neutralizzare in radice qualsiasi effetto sui prezzi della progettata operazione. È però ragionevole ipotizzare che la presenza del recesso riduca l'effettiva incidenza dell'informazione sul prezzo, comportandone una riduzione meno pronunciata rispetto a quanto si verificherebbe nel caso il cui la medesima delibera non fosse accompagnata dalla presenza del recesso.

momento della formale convocazione dell'assemblea chiamata ad approvarla<sup>21</sup>. È dunque ben possibile che i prezzi formati nei sei mesi che precedono la convocazione dell'assemblea già riflettano, almeno in parte, i potenziali effetti negativi della progettata decisione sul valore delle partecipazioni di minoranza<sup>22</sup>. Se è così, il criterio di calcolo prescelto dal legislatore non protegge adeguatamente i soci dissenzienti<sup>23</sup> e non permette al recesso di svolgere in maniera efficace la funzione di *screening* di cui si è discusso nelle pagine che precedono<sup>24</sup>.

---

<sup>21</sup> L'eventualità in questione, e le correlate ripercussioni negative sulla complessiva efficienza della scelta adottata dal legislatore, sono segnalate anche da M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 94, in nota, i quali tuttavia ritengono che il rischio di mancata coincidenza temporale fra l'annuncio al mercato dell'operazione e la data di pubblicazione dell'avviso di convocazione sia "largamente neutralizzato" dalle odierne regole in materia di convocazione dell'assemblea, le quali consentono una piena corrispondenza fra data dell'annuncio dell'operazione, usualmente coincidente con la data in cui il consiglio di amministrazione decide di sottoporre l'operazione all'assemblea, disponendone la convocazione, e data di pubblicazione dell'avviso di convocazione. Quantunque le regole odierne consentano in effetti di realizzare una tale piena coincidenza, deve osservarsi che nelle società quotate è spesso relativamente agevole veicolare credibilmente al mercato l'intenzione di compiere l'operazione prima che il c.d.a. ne approvi la sottoposizione all'assemblea, con le conseguenze negative riferite subito oltre nel testo.

<sup>22</sup> Di contrario avviso è invece D. GALLETTI, *Art. 2437 ter*, cit., 1583, il quale ritiene che il periodo di sei mesi previsto come base per il calcolo della media "consente di depurare il risultato da eventuali anomale oscillazioni di prezzo dovute alla diffusione di informazioni sull'operazione che determina l'*exit*". L'ampia durata della finestra temporale da prendere in considerazione per il calcolo della media contribuisce sicuramente ridurre l'impatto di movimenti temporanei dei prezzi ed è spiegabile proprio con la volontà di rendere la determinazione del valore di liquidazione quanto più possibile insensibile a questo tipo di momentanee oscillazioni. Se tuttavia, come pare ragionevole presumere, la diffusione dell'informazione circa la volontà di compiere l'operazione per cui è previsto il recesso determina una modifica *stabile* del prezzo del titolo (ad esempio, una sua riduzione in ragione del percepito carattere pregiudizievole dell'operazione), non si vede come l'ampia finestra di calcolo possa neutralizzare questo effetto.

<sup>23</sup> Per analoghe osservazioni v. M. MAUGERI, *Contratto, mercato*, cit., 114, in nota; M. REBOA, *Criteri di stima delle azioni in caso di recesso del socio: alcune riflessioni sull'art. 2437-ter c.c.*, in *Riv. dott. comm.*, 5/2008, 924 s.; D. GALLETTI, *Art. 2437 ter*, cit., 1586 s. Il medesimo Autore (ID., *Art. 2437*, cit., 1482) osserva altresì che il criterio legale presenta l'ulteriore difetto di prestarsi a facili manovre manipolative da parte della maggioranza, "che dispone di mille strumenti per deprimere artificialmente il valore di mercato, al fine di predisporre le condizioni per una liquidazione favorevole". In effetti, è indubbio che il controllante abbia incentivo a deprimere il prezzo di borsa, così da limitare l'esborso associato all'*exit* dei soci di minoranza e financo scoraggiare quest'ultimo. Una tale strategia, tuttavia, non è esente da rischi, primo fra tutti quello di essere sanzionata come manipolazione del mercato.

<sup>24</sup> L'appena rilevata incapacità del criterio legale di offrire adeguata tutela al socio recedente appare porsi in violazione dei principi della legge delega, i quali, come già osservato (*supra*, nt. 12 e testo corrispondente), impongono al legislatore delegato di stabilire criteri di determinazione del valore di rimborso idonei a tutelare adeguatamente il socio. Questo lascia prefigurare una possibile illegittimità dell'attuale disposizione, per i profili appena accennati.

#### 4. Un problema ulteriore: il criterio della media semestrale si presta a facili operazioni di arbitraggio

Il criterio di liquidazione previsto per le società quotate presenta un altro limite significativo: esso si presta a facili operazioni di elusione o “arbitraggio” ad opera della maggioranza. Un efficace *escamotage* per scoraggiare i recessi a fronte di operazioni sgradite al mercato, poiché ritenute capaci di diminuire il valore delle azioni di minoranza, è dare comunicazione della volontà di compiere l’operazione al termine di un periodo di significativo rialzo del corso dei titoli della società. In questo caso, i soci di minoranza non avranno convenienza a recedere per tutte quelle operazioni che riducono il valore della loro partecipazione al di sotto del valore corrente dell’azione prima dell’annuncio dell’operazione ma non anche al di sotto del più basso prezzo medio degli ultimi sei mesi.

Un esempio aiuta a comprendere meglio quanto appena affermato: si ipotizzi che, nei sei mesi che precedono la comunicazione dell’intenzione di compiere l’operazione e la contestuale pubblicazione dell’avviso di convocazione dell’assemblea, il prezzo di mercato delle azioni sia cresciuto, con progressione stabile e lineare, da 10 a 15 euro. In applicazione del criterio legale della media semestrale, al socio che optasse per il recesso spetterebbero 12,5 euro per azione. In un tale scenario, risulta sconveniente per il socio recedere ogniqualvolta l’annuncio dell’operazione riduce il prezzo di borsa dell’azione (che, ricordiamo, è pari in quel momento a 15 euro) senza, tuttavia, farlo scendere al di sotto della soglia dei 12,5 euro. Dunque, annunciando e dando contestualmente avvio all’operazione dannosa al termine di prolungati e sostenuti periodi rialzisti, il gruppo di controllo è messo in condizione di realizzare operazioni dannose per la minoranza senza che questo inneschi il recesso<sup>25</sup>. Il criterio della media semestrale

---

<sup>25</sup> Il problema appena descritto è evidenziato da L. ENRIQUES, *Migrazioni societarie in Olanda e voto maggiorato*, 2024, in <https://fchub.it/migrazioni-societarie-in-olanda-e-voto-maggiorato/>. Sul punto v. anche D. GALLETTI, *Art. 2437 ter*, cit., 1583, il quale nota che “il periodo semestrale [...] può comportare una perdita per il recedente se il mercato del titolo prima del recesso è tendenzialmente *bull*”; A. TOFFOLETTO, *La valutazione*, cit., 28 (“in un *trend* di prezzi crescenti [il valore di rimborso] [...] è per definizione più basso [...] del valore delle azioni al momento del recesso”). Si noti che l’effetto di sotto-compensazione appena evidenziato nel testo risulta ancora più accentuato ove il rialzo del corso del titolo si realizzi, anziché attraverso una progressione lineare, come poc’anzi ipotizzato, per effetto di una crescita repentina concentrata negli ultimi giorni del semestre. In questo caso, la media semestrale non coincide con il prezzo medio fra quello iniziale più basso e l’ultimo più elevato, ma risulta “schiacciata” sul primo valore. Anche in questo caso, un semplice esempio numerico aiuta a comprendere meglio quanto appena affermato: si ipotizzi che per i primi cinque mesi (150 giorni) del semestre il prezzo dell’azione è rimasto stabile sul valore di 10 euro, per poi crescere improvvisamente fino a 15 e stabilizzarsi su tale nuovo valore durante l’ultimo mese. In questo caso, il valore da corrispondere al recedente in applicazione del criterio legale è 10,83  $([10 \times 150 + 15 \times 30] / 180)$ , dunque un valore molto lontano dal valore corrente del titolo.

introduce così una falla ulteriore nel sistema di protezione rappresentato dall'istituto del recesso<sup>26</sup>.

### 5. *Problemi di sovra-compensazione del socio recedente nelle società non quotate*

In senso speculare rispetto a quanto visto ai paragrafi che precedono, gli attuali criteri di liquidazione tendono anche a generare effetti di sovra-compensazione del socio recedente. Questi effetti, come più volte sottolineato, alterano gli incentivi all'esercizio del rimedio, rendendo conveniente il recesso anche a fronte di operazioni che non danneggiano il socio, e questo pone un intralcio alle operazioni creatrici di valore, poiché riduce gli incentivi della maggioranza a intraprenderle<sup>27</sup>.

Abbiamo osservato che ove i costi di transazione legati alla cessione della partecipazione sul mercato sono elevati, la determinazione del valore di rimborso secondo criteri di *fair value* tende a premiare oltremisura il recedente, perché gli consente di realizzare il valore di mercato della propria partecipazione (se non, come vedremo a breve, spesso un valore anche superiore), sollevandolo tuttavia dai costi di transazione che altrimenti avrebbe dovuto sopportare nel caso di un'effettiva cessione della partecipazione. Questo consente al socio di ottenere una somma di denaro che non sarebbe stato in grado di ricavare attraverso la vendita delle azioni o della quota, poiché dal prezzo ottenuto da quest'ultima egli avrebbe dovuto scomputare i costi sopportati per realizzare l'operazione, cosa che nel caso del recesso non avviene<sup>28</sup>.

Come detto, il problema concerne le società ove la cessione della partecipazione comporta costi elevati o comunque non trascurabili e dunque essenzialmen-

---

<sup>26</sup> Si vedrà anche che, per le medesime ragioni appena discusse, il criterio della media semestrale si presta a generare effetti di sovra-compensazione che producono l'effetto opposto di indurre il socio a recedere anche a fronte di operazioni che accrescono il valore corrente del titolo. V. *infra*, par. 6.

<sup>27</sup> V. *supra*, cap. 2, par. 15.

<sup>28</sup> Quanto appena osservato ha una qualche assonanza con le riflessioni di D. GALLETTI, *Art. 2437 ter*, cit., 1576, il quale sottolinea che quando l'alienazione della partecipazione è impossibile o oltremodo difficoltosa per l'assenza di un mercato secondario, la liquidazione secondo valori di libro, ossia secondo il criterio vigente anteriforma, "può costituire un parametro di liquidazione più che efficiente, perché attenua il pericolo che l'impresa sia dissolta al fine di soddisfare il bisogno di disinvestimento del singolo, ed al contempo tutela a sufficienza l'interesse di un socio che, in alternativa, non dispone di un modo di valorizzare il proprio investimento": sebbene non si condivida il giudizio di efficienza (com'è ampiamente noto, la liquidazione a valore di libro penalizza oltremisura il socio e quindi impedisce al recesso di operare quale strumento di controllo del corretto esercizio del potere riconosciuto alla maggioranza), è un fatto che la liquidazione a valori di libro, proprio perché penalizzante, non produce alcun effetto di sovra-compensazione e dunque non induce il socio a recedere di fronte a decisioni efficienti e non inique.

te le società non quotate. Per queste società, l'attuale disciplina prevede criteri formalmente distinti (ma, come vedremo a breve, ampiamente convergenti) a seconda che la società sia una s.p.a. o una s.r.l. Nel primo caso, è previsto che il calcolo del valore di rimborso avvenga sulla base "della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni"<sup>29</sup>, nel secondo caso che una tale determinazione avvenga "in proporzione del patrimonio sociale [...]", "a tal fine [...] determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso"<sup>30</sup>.

Com'è ampiamente noto, malgrado la diversa formulazione entrambi i criteri consentono di attribuire rilievo a componenti di valore, come l'avviamento o le prospettive reddituali e i c.d. *intangibles*, che i bilanci spesso non riflettono (o non riflettono appieno)<sup>31</sup>, ma che usualmente sono riflessi nel prezzo di mercato delle partecipazioni e nel prezzo di cessione dell'azienda<sup>32</sup>. Per queste ragioni, il valore

---

<sup>29</sup> Art. 2437-ter, primo comma.

<sup>30</sup> Art. 2473, terzo comma.

<sup>31</sup> D'altronde, proprio su questo aspetto si appuntavano le critiche ai criteri di liquidazione previsti prima della riforma del 2003. V. *supra*, nt. 7.

<sup>32</sup> Si considerino in primo luogo i criteri previsti per le s.p.a. non quotate. Questi attribuiscono espresso rilievo, ai fini della determinazione del valore di rimborso, alle "prospettive reddituali" della società. Inoltre, l'utilizzo dell'espressione "consistenza patrimoniale" (in luogo di "patrimonio netto" o altre espressioni equivalenti) consente di svincolare la determinazione del valore di liquidazione dalle risultanze del bilancio, permettendo di ricomprendere beni, come gli *intangibles*, il cui valore può non essere espresso (o compiutamente espresso) dalle poste attive di bilancio. Infine, il riferimento all'eventuale valore di mercato corrobora l'idea che la determinazione del valore di liquidazione delle azioni debba essere effettuata attribuendo rilievo a tutti quegli elementi che, pur non riflessi nel bilancio, tipicamente rilevano nel contesto di una transazione di mercato. Per ciò che concerne invece la s.r.l., il riferimento al "patrimonio sociale" contenuto nell'art. 2473 ricorda i criteri di liquidazione pre-riforma e a prima vista sembra negare rilievo a elementi, quali le prospettive reddituali, che non hanno (o ai quali è difficile attribuire) una valenza o natura patrimoniale. Tuttavia, la norma prevede che la determinazione del valore del patrimonio sociale debba avvenire "tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso" e questo permette di recuperare tutti quegli elementi, come per l'appunto le prospettive reddituali, all'apparenza "persi", allineando nei fatti la determinazione del valore di liquidazione della quota nella s.r.l. a quella delle azioni nella s.p.a. Questo perché vi è una larga coincidenza fra elementi che permettono di stimare il valore di mercato di una partecipazione ed elementi che permettono di stimare il valore di mercato del patrimonio sociale. Cfr. sul punto S. MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in C. MONTAGNANI (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Atti del convegno di Cassino, 9 ottobre 2003, Giuffrè, Milano, 2004, 144, la quale, conformemente a quanto appena osservato, ritiene che "l'apprezzamento del valore di mercato del patrimonio vada effettuato nella prospettiva del realizzo dell'intero complesso aziendale, la quale [...] non può prescindere dalla considerazione delle prospettive reddituali dell'impresa, come del valore effettivo degli elementi che la compongono"; G. ZANARONE, *Della società*, cit., 829, secondo il quale il riferimento al valore di mercato implica che la stima del patrimonio sociale funzionale all'individuazione del valore di liquidazione debba essere compiuta "a valori non di liquidazione ma di cessione, e dunque in base anche alle prospettive reddituali dell'impresa"; M. TANZI, *Art. 2473*, in G. NICCO-

di liquidazione delle azioni o della quota tende a coincidere con il valore di mercato delle medesime. D'altronde, come già osservato, l'obiettivo del legislatore della riforma è proprio quello di assicurare al socio recedente una somma di denaro che rifletta il "fair value" – il valore "effettivo", "reale" – della partecipazione, e tale valore, almeno in linea di principio (e fintantoché chi recede è socio di minoranza), non può essere inferiore a quanto costui ricaverebbe dalla vendita della quota o delle azioni sul mercato<sup>33</sup>.

Tuttavia, come già osservato, proprio da qui origina il problema di sovracompensazione: grazie agli attuali criteri di liquidazione il socio riceve una somma di denaro spesso corrispondente al prezzo che costui avrebbe ricevuto nel contesto di una transazione di mercato, senza però sopportare i relativi costi di transazione. Questo, com'è evidente, comporta un arricchimento del socio rispetto alla situazione nella quale egli si troverebbe in assenza della delibera che legittima il recesso. È vero, infatti, che in questo secondo scenario il socio possiede una partecipazione il cui valore coincide con il valore di rimborso che gli viene garantito in sede di recesso. Egli, tuttavia – ed è questo l'elemento cruciale che è sfuggito al legislatore in sede di formulazione dei criteri –, non ha mai la possibilità di realizzare in concreto quel valore monetario attraverso la vendita della partecipazione sul mercato, perché trovare un acquirente che effettivamente offra quel prezzo ha dei costi non trascurabili, che riducono l'ammontare globale del guadagno che il socio può realizzare con la cessione. Nel caso del recesso, invece, quei costi non si materializzano e il socio è messo in condizione di far proprio tale maggior valore. Come osservato nelle pagine che precedono, questo è fonte di significative disfunzioni, perché rende conveniente recedere anche di fronte a operazioni che creano valore, riducendo gli incentivi della maggioranza ad intraprenderle.

Ma i problemi non finiscono qui: come già osservato, gli attuali criteri legali di liquidazione tendono a garantire al socio una somma di denaro spesso superiore al valore di mercato della partecipazione, cosa che accentua l'effetto di sovracompensazione ed i correlati effetti negativi sugli incentivi all'esercizio del recesso. La ragione risiede nel fatto che gli attuali criteri, per come comunemente interpretati e applicati, negano rilevanza a elementi, quali il fatto che le azioni o quote del socio costituiscano una partecipazione di minoranza incapace di conferire alcuna apprezzabile influenza sulla gestione della società ed anzi soggetta ai tipici rischi espropriativi cui sono soggette le partecipazioni di minoranza (specie nelle società ad ampia base partecipativa, dove la vulnerabilità dei soci di mino-

---

LINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali: Commentario*, Jovene, Napoli, 2004, 1542, secondo cui la formulazione della norma indica che la stima del patrimonio sociale deve essere fatta "come se si dovesse procedere a un'ipotetica cessione".

<sup>33</sup> Al contrario, sono in molti a ritenere che al recedente spetti una somma addirittura superiore, proprio perché nella determinazione del valore di liquidazione non deve essere applicato, come invece tipicamente avviene nel contesto di una transazione di mercato, alcuno "sconto di minoranza". V. le osservazioni che seguono nel testo e le più ampie riflessioni compiute al cap. 4, par. 2.

ranza rispetto ai comportamenti abusivi del gruppo di controllo è tendenzialmente maggiore, per le difficoltà di coordinamento i cui incorrono i primi)<sup>34</sup> o siano, per l'appunto, beni poco o nulla liquidi, che i terzi acquirenti tendono invece sistematicamente a scontare nel prezzo che si rendono disponibili ad offrire<sup>35</sup>.

Vedremo più avanti, in sede di discussione dei possibili correttivi interpretativi ai problemi appena accennati, quali sono gli argomenti tradizionalmente addotti contro l'idea di riconoscere l'applicazione di tali sconti di minoranza e di liquidità<sup>36</sup>. Per il momento, sintetizzando le riflessioni appena compiute, può concludersi osservando che l'effetto di sovra-compensazione oggetto delle presenti riflessioni deriva in ultima analisi da due fattori distinti: il primo è costituito dal fatto che dalla somma liquidata al socio non vengono scomputati i costi di transazione legati alla cessione della partecipazione sul mercato, cosa che, come più volte osservato, permette al socio di ricavare, attraverso il recesso, più di quanto ricaverebbe attraverso un'ipotetica cessione della partecipazione sul mercato; il secondo è costituito dal fatto che la somma di denaro individuata sulla base dei criteri legali di liquidazione risulta spesso superiore all'effettivo valore di scambio della partecipazione, in ragione del fatto che nel calcolo del valore di rimborso non si dà rilievo a elementi, come la scarsa liquidità della partecipazione e la sua incapacità di conferire alcuna apprezzabile influenza sugli affari sociali, cui il mercato ordinariamente attribuisce rilievo.

## 6. Problemi di sovra-compensazione nelle società quotate

Nelle società quotate, la sovra-compensazione del socio recedente rappresenta un problema complessivamente meno grave rispetto a quanto visto nelle società

---

<sup>34</sup> V. per tutti J. ARMOUR-H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in R. KRAAKMAN *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law*, III ed., OUP, Oxford, 2017, 30 ("the challenge of assuring agents' responsiveness is greater where there are multiple principals [...]. Multiple principals will face information and coordination costs, which will inhibit their ability to engage in collective action").

<sup>35</sup> L'esistenza di questi sconti di liquidità e minoranza è ben documentata sul piano empirico. Per ciò che concerne gli sconti di liquidità v. ad es. J. KOEPLIN-A. SARIN-A.C. SHAPIRO, *The Private Company Discount*, 12 *J. Appl. Corp. Fin.* 94 (2000); M.S. OFFICER, *The price of corporate liquidity: Acquisition discounts for unlisted targets*, 83 *J. Fin. Econ.* 571 (2007); S. BLOCK, *The Liquidity Discount in Valuing Privately Owned Companies*, 17 *J. Appl. Fin.* 33 (2007). La presenza degli sconti di minoranza viene invece usualmente desunta dall'esistenza dei premi di controllo, anch'essa ampiamente documentata sul piano empirico: v. ad es. A. DYCK-L. ZINGALES, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 *J. Fin.* 537 (2004).

<sup>36</sup> V. *infra*, cap. 5, par. 2. In quella sede, avremo anche occasione di constatare che, per lo meno in alcuni casi, vi è spazio per un'interpretazione correttiva attraverso cui eliminare o almeno ridurre le distorsioni che si sono appena evidenziate.

non quotate. La ragione è duplice: da un lato, le società in questione sono usualmente caratterizzate da costi di cessione della partecipazione tendenzialmente bassi o trascurabili, in ragione dell'esistenza di un attivo mercato secondario delle partecipazioni. Garantire al socio recedente una somma di denaro che coincide con il valore di mercato della partecipazione, pertanto, in linea teorica non lo avvantaggia, poiché egli, grazie ai bassi costi di transazione, ha la possibilità di ottenere quella medesima somma di denaro cedendo la partecipazione sul mercato. Dall'altro, i criteri legali di liquidazione previsti per le società quotate sono espressamente ancorati ai prezzi di mercato e questo tende a ridurre le possibili discrepanze fra valore di rimborso e prezzo ricavabile dalla cessione della partecipazione. Ad esempio, diversamente da quanto visto con riferimento alle società non quotate, non può darsi l'eventualità che il prezzo di rimborso risulti più elevato del valore di mercato in ragione della mancata considerazione di un eventuale sconto di minoranza<sup>37</sup>.

Ciò non significa, tuttavia, che il recesso nelle società quotate sia del tutto immune da problemi di sovra-compensazione. Un effetto di questo tipo si verifica allorché la decisione che determina il sorgere del diritto di recesso viene adottata ad esito di un periodo di sensibile e costante decremento del valore delle azioni. In questo caso, l'applicazione del criterio della media semestrale, in via del tutto speculare rispetto a quanto visto al par. 4, conduce all'individuazione di un prezzo di rimborso più elevato del valore corrente delle azioni, cosa che induce il socio a recedere anche a fronte di operazioni capaci di incidere positivamente su quel valore<sup>38</sup>. Sebbene un tale problema non si presenti in via sistematica, come avviene invece nelle società non quotate, dove l'effetto di sovra-compensazione, per le ragioni illustrate nelle pagine che precedono, è "strutturale" e concerne invariabilmente qualunque operazione, questo non significa che esso sia irrilevante o tra-

---

<sup>37</sup> Come vedremo meglio più avanti (*infra*, cap. 4, par. 2), questo potrebbe apparire un esito non desiderabile, dal momento che lo sconto di minoranza usualmente riflette l'esistenza di benefici privati del controllo e altri problemi di agenzia. Avremo modo di dimostrare che così non è. Per il momento, basti osservare che secondo la presente prospettiva d'analisi questo rappresenta un esito desiderabile, nella misura in cui evita quegli effetti di sovra-compensazione che alterano gli incentivi all'uso del recesso.

<sup>38</sup> Anche in questo caso, un semplice esempio numerico aiuta a comprendere meglio quanto si è appena affermato. Supponiamo che nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea chiamata a pronunciarsi sull'operazione che è causa di recesso il prezzo di mercato delle azioni sia sceso da 20 a 10 euro. In applicazione del criterio legale (ed assumendo, anche questa volta, che la variazione di prezzo sia avvenuta in maniera perfettamente lineare nel corso del semestre), il prezzo di rimborso è pari a 15 euro per azione, cosa che rende conveniente recedere per tutte quelle operazioni in grado di accrescere il valore di mercato delle azioni di minoranza, ma in misura inferiore a 5 euro. L'effetto di sovra-compensazione di cui si discute è notato anche da A. TOFFOLETTO, *La valutazione*, cit., 28 ("in un *trend* di prezzi decrescenti il [valore di rimborso] [...] è per definizione più alto del valore delle azioni al momento del recesso").

scurabile. Al contrario, l'effetto di sovra-compensazione che si è appena descritto, per quanto circoscritto ad un insieme limitato di casi, appare specialmente problematico perché tende a presentarsi in maniera particolarmente frequente e acuta con riferimento a quelle operazioni che, nell'intenzione della maggioranza, hanno quale obiettivo proprio quello di invertire la tendenza negativa e "rilanciare" la società (o, nei casi più gravi, "salvarla"). Operazioni di questo tipo seguono tipicamente periodi di significativo ribasso dei corsi azionari e alle volte presentano un'urgenza che impedisce alla maggioranza di evitare o ridurre l'effetto di sovra-compensazione giocando sul *timing* dell'operazione (ad esempio attendendo una stabilizzazione dei corsi di borsa che riduca o neutralizzi la convenienza del recesso). In queste ipotesi, la presenza del diritto di recesso può porre un ostacolo alla realizzazione dell'operazione. Vi è però una circostanza che riduce la rilevanza concreta del problema ed è rappresentata dal fatto che nelle società quotate il recesso non si accompagna a quelle operazioni cui più tipicamente e frequentemente si ricorre a fini di *restructuring*, ossia le fusioni e gli aumenti di capitale<sup>39</sup>.

Può dunque concludersi ribadendo quanto affermato inizialmente, ossia che il problema di sovra-compensazione del socio nelle società quotate, per quanto non irrilevante, appare tutto sommato limitato e in ogni caso meno grave rispetto all'analogo problema riscontrato nelle società non quotate.

---

<sup>39</sup> Un effetto di sovra-compensazione del socio può verificarsi in altri due casi: quando il socio che intende esercitare il recesso risulta titolare di una significativa quota di capitale e quando, in senso speculare rispetto a quanto visto al par. 3, l'operazione per la quale è previsto il recesso risulta vantaggiosa per i soci di minoranza e l'informazione relativa al suo compimento trapela prima della pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea. Nel primo caso, la cessione delle azioni sul mercato, in ragione dell'elevato numero di titoli posseduti, avverrebbe probabilmente a sconto sui valori correnti, cosa che rende in principio più conveniente recedere. Nel secondo caso, il prezzo di rimborso finisce per riflettere gli effetti positivi dell'informazione. Per quanto gli effetti di sovra-compensazione appena evidenziati non siano insignificanti, essi non devono comunque essere enfatizzati. Nel primo caso, lo sconto applicato dal mercato, legato all'incapacità di quest'ultimo di assorbire immediatamente e senza frizioni il repentino aumento dell'offerta, è da ritenere comunque contenuto e, soprattutto, strettamente legato alla volontà del socio di disfarsi immediatamente e per intero dei propri titoli. Se l'aumento di valore delle azioni connesso all'operazione è di un qualche momento, viene comunque meno la convenienza a recedere perché il socio riceverebbe una somma di denaro comunque inferiore rispetto a quanto egli riuscirebbe a ricavare attraverso la vendita delle proprie azioni. Nel secondo caso, l'effetto di sovra-compensazione non determina un'alterazione apprezzabile degli incentivi all'esercizio del rimedio. Il prezzo di rimborso, infatti, tenderà a riflettere solo una frazione del *surplus* generato dall'operazione (in ragione del carattere ancora ampiamente aleatorio di quest'ultima, nel momento in cui l'informazione si diffonde, e in ragione dell'applicazione del criterio della media semestrale, il quale, computando usualmente anche prezzi che precedono la diffusione dell'informazione, riduce l'effetto della pubblicazione anticipata dell'informazione sul valore di rimborso), ragion per cui al socio di minoranza conviene comunque conservare le azioni per poi venderle sul mercato quando rifletteranno appieno quel *surplus* (momento che coincide con quello in cui vi è ormai sostanziale certezza circa l'effettiva esecuzione dell'operazione), piuttosto che esercitare il recesso.

## 7. Gli ulteriori problemi legati allo scarto temporale tra fissazione del prezzo di rimborso ed esercizio del recesso nelle società quotate

Com'è intuitivo, gli effetti di sotto- e sovra-compensazione che ai paragrafi 4 e 6 abbiamo visto caratterizzare il recesso nelle società quotate sono legati alla scelta del legislatore di affidarsi, per l'individuazione del valore di rimborso in queste società, ad una media di prezzi calcolata su un periodo piuttosto ampio. Questa scelta, ispirata dalla volontà di minimizzare il rischio che il calcolo del valore di liquidazione possa subire delle ingiustificate distorsioni in ragione di fluttuazioni temporanee nei corsi di borsa, presenta l'inconveniente di accentuare la probabilità che esso risulti di fatto distante dal valore corrente del titolo<sup>40</sup>, generando gli effetti che si sono detti.

Vi è però un altro fattore che contribuisce ad amplificare il rischio in questione, ed è rappresentato dallo scarto temporale che intercorre tra esercizio del recesso e determinazione del valore di rimborso. La decisione di recedere non viene presa in corrispondenza o comunque a ridosso del *dies a quo* a partire dal quale viene calcolata la media, ma ben più avanti nel tempo (nei quindici giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese della delibera che lo legittima, quando la causa di recesso è costituita, com'è nella maggior parte dei casi per le società quotate, da una delibera assembleare)<sup>41</sup>. Questo rappresenta un ulteriore fattore di potenziale divergenza fra valore di liquidazione e valore "effettivo" del titolo (coincidente con il suo valore di mercato corrente nel momento in cui viene presa la decisione di recedere), poiché può ben verificarsi che nel lasso di tempo che intercorre tra definitiva "cristallizzazione" del valore di rimborso e momento di effettivo esercizio del recesso il prezzo corrente dell'azione si allontani ulteriormente da tale valore. Una tale divergenza, a sua volta, produce i più volte menzionati effetti di sotto- e sovra-compensazione che alterano il corretto funzionamento del rimedio.

Per meglio comprendere quanto da ultimo affermato, si consideri il seguente scenario. Si ipotizzi, per semplicità, che il prezzo di rimborso stabilito attraverso

---

<sup>40</sup> Lo nota anche M. VENTORUZZO, *Recesso*, cit., 100. Il periodo di sei mesi è reputato eccessivo anche da V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 238 s., il quale critica altresì la scelta di ricorrere alla media aritmetica piuttosto che a quella ponderata. In effetti, come osserva M. VENTORUZZO, *Il recesso*, cit., 99, se si condivide la premessa che il prezzo di borsa è tanto più accurato quanto più elevato è il volume degli scambi dai quali origina, la ponderazione dei prezzi per i volumi di scambio dovrebbe costituire un criterio di calcolo preferibile.

<sup>41</sup> Così stabilisce l'art. 2437-bis, primo comma. Considerato che tra la data di pubblicazione dell'avviso di convocazione e la data dell'assemblea non possono intercorrere meno di trenta giorni (art. 125-bis, primo comma, t.u.f.) e che la richiesta di iscrizione della delibera nel registro delle imprese deve avvenire nei trenta giorni successivi all'adozione della delibera (art. 2436, primo comma), possono ordinariamente trascorrere non meno di due mesi e mezzo tra *dies a quo* per il calcolo del valore di rimborso ed esercizio del diritto di recesso.

il criterio legale della media semestrale coincida effettivamente con il valore corrente dell'azione nel momento in cui la società annuncia, tramite la pubblicazione dell'avviso di convocazione, l'operazione al mercato<sup>42</sup>. Si assuma altresì che la notizia concernente la progettata operazione non è trapelata prima di quel momento, cosicché il prezzo di rimborso non risulta influenzato dagli effetti della delibera. Tra il momento di pubblicazione dell'avviso (e dunque definitiva fissazione del prezzo di rimborso) e quello di concreto esercizio del recesso il prezzo dell'azione può variare in conseguenza di fattori diversi dalla delibera per la quale è previsto il recesso. Così, può accadere che a fronte di una delibera ritenuta vantaggiosa dal mercato, dalla quale ci si attende un aumento del valore del titolo, il prezzo corrente dell'azione, nel lasso di tempo indicato, scenda comunque al di sotto del valore di rimborso, in conseguenza del verificarsi di fatti nuovi del tutto indipendenti dalla decisione che è causa di recesso. Questa situazione crea per i soci una conveniente occasione di arbitraggio: esercitando il recesso possono proteggersi dagli effetti negativi dell'evento, poiché il prezzo di rimborso, determinato con riferimento ad un momento in cui l'evento non si era ancora verificato, non ne riflette gli effetti. Com'è evidente, anche in questo caso si assiste ad una radicale alterazione degli incentivi all'uso del rimedio. Specularmente, ove la decisione sia ritenuta svantaggiosa dal mercato, l'eventuale rialzo del prezzo del titolo al di sopra del valore di liquidazione nel lasso di tempo indicato permette alla maggioranza di eseguire l'operazione "schivando" il recesso dei soci di minoranza (ed i relativi costi), poiché questi ultimi non avrebbero convenienza a esercitare la prerogativa alla luce del valore di borsa corrente delle azioni.

#### 8. *Alcune riflessioni conclusive: diversa incidenza dei problemi di sovra-compensazione nelle società quotate e non quotate*

Le riflessioni svolte ai paragrafi che precedono dimostrano che gli attuali criteri di liquidazione, per quanto ispirati dall'obiettivo di garantire al socio una somma di denaro che rifletta (né più né meno che) il valore effettivo delle azioni o della quota possedute, all'atto pratico si rivelano spesso incapaci di raggiungere tale risultato, producendo alcuni effetti di sotto- e sovra-compensazione che incidono sulla complessiva funzionalità del recesso quale strumento per garantire una corretta *governance* societaria.

Il rischio di sotto-compensazione appare essere proprio esclusivamente delle società quotate ed è legato ad alcune specifiche "vulnerabilità" del criterio di calcolo adottato dal legislatore. Questo non risulta sempre capace di assicurare che

---

<sup>42</sup> Una tale coincidenza, com'è intuitivo, si verifica quando il prezzo del titolo negli ultimi sei mesi è rimasto stabile.

gli effetti negativi della decisione non si riflettano sul valore di rimborso e non sempre si rivela in grado di assicurare agli azionisti un prezzo effettivamente coincidente con il valore di scambio della partecipazione.

Il problema di sovra-compensazione, invece, è comune tanto alle società quotate quanto alle non quotate, ma appare complessivamente più grave con riferimento alle seconde. In queste ultime, infatti, esso non appare circoscritto a casi e situazioni particolari (com'è invece nelle prime), ma si accompagna a qualunque caso di recesso. La ragione risiede nella particolare conformazione dei criteri di liquidazione legali, che da questo punto di vista presentano un evidente difetto congenito, quello di non tenere conto, nella determinazione del valore di rimborso, dei costi di transazione connessi alla cessione della partecipazione a terzi. Inoltre – ed è aspetto sul quale torneremo più avanti –, l'incidenza del problema risulta amplificata dalla generosità con cui il legislatore riconosce, in tali società ed in special modo nella s.r.l., il diritto di recesso.

Come sottolineato al capitolo che precede, la presenza e la particolare fisionomia di questi problemi di sotto- e sovra-compensazione incide sulla funzionalità del recesso nelle società quotate e non quotate: mentre nelle prime vi è un rischio non irrilevante che il recesso non svolga con piena efficacia la propria funzione di *screening* delle operazioni inefficienti e inique, favorendo i comportamenti scorretti della maggioranza, nelle seconde il problema principale è che il rimedio possa sistematicamente ostacolare le operazioni creatrici di valore.

## Sezione II

# L'ECCESSIVA RIGIDITÀ DELLA DISCIPLINA

## 9. Introduzione

Un altro limite della disciplina attuale – forse il più significativo – concerne la sua scarsa flessibilità. Le riflessioni compiute finora forniscono una serie di argomenti in favore di una maggiore modulabilità dell'istituto del recesso. L'analisi compiuta al cap. 2 indica alquanto chiaramente che la complessiva funzionalità dell'istituto dipende da una serie di elementi, quali il grado di liquidità della partecipazione, la struttura proprietaria della società, l'esistenza di strumenti di tutela concorrenti, la cui presenza (e particolare combinazione) variano da società a società (e possono variare, nel tempo, anche nell'ambito della medesima società)<sup>43</sup>. Le riflessioni contenute nella prima parte di questo capitolo, a propria volta, indicano che buona parte delle disfunzioni che si sono individuate al cap. 2 (e che risultano riconnesse alla presenza o assenza degli elementi che abbiamo appena richiamato) può essere corretta attraverso un'opportuna rimodulazione dei criteri di liquidazione legali.

Questo suggerisce che le singole società dovrebbero essere messe in condizione di modellare l'istituto sulla base delle proprie specifiche caratteristiche. Dovrebbero poterne “dosare il peso”, ad esempio riducendo o ampliando le cause di recesso in funzione della presenza o assenza (e particolare combinazione) dei fattori che si sono richiamati, ovvero, in alternativa o in aggiunta agli interventi appena accennati, dovrebbero poter intervenire sui criteri di determinazione del valore di rimborso, per ovviare ai problemi di sotto- e sovra-compensazione di cui si è discusso.

Così, per fare qualche esempio, in una società quotata a proprietà azionaria diffusa potrebbe essere utile ridurre (e – perché no – finanche eliminare) le cause di recesso attualmente previste dal diritto societario, in ragione della sostanziale ridondanza dell'istituto e dei problemi di *free riding* che caratterizzano il recesso quando manca un socio di controllo. Similmente, in una società chiusa a ristretta base partecipativa potrebbe essere opportuno limitare il novero delle cause di recesso, per l'intralcio che l'istituto può porre alle operazioni creatrici di valore (e, come noteremo più avanti, alla crescita stessa dell'impresa comune)<sup>44</sup>, oppure potrebbe essere utile prevedere criteri di liquidazione meno favorevoli per il rece-

---

<sup>43</sup> La struttura proprietaria della società, ad esempio, può mutare nel tempo, così come il grado di liquidità della partecipazione, che può crescere o diminuire per effetto della quotazione o del *delisting*.

<sup>44</sup> V. par. successivo.

dente, così da ovviare ai problemi di sovra-compensazione da cui derivano gli inconvenienti appena accennati.

Al contrario, in una società quotata che vede la presenza di un socio di controllo “forte”, detentore di una quota di partecipazione tale da conferirgli pieno controllo anche sulle deliberazioni dell’assemblea straordinaria, potrebbe essere opportuno ampliare il catalogo di cause di recesso riconosciute dal legislatore, così da limitare i rischi espropriativi riconnessi a determinate operazioni (si pensi alle fusioni o agli aumenti di capitale) per le quali la disciplina legale non prevede il recesso, senza che questo incida negativamente sulla creazione di valore. Una tale opzione, peraltro, appare ancora più utile alla luce della progressiva apertura dell’ordinamento italiano a meccanismi di rafforzamento del controllo societario, come le azioni a voto multiplo e la maggiorazione del voto, i quali agevolano molto i soci di controllo nel conservare (o costruire) posizioni di controllo “forte” nelle società quotate.

Come già osservato, tuttavia, l’attuale regime presenta un elevato tasso di imperatività<sup>45</sup> che nella maggior parte dei casi preclude questo tipo di aggiustamenti. Con la limitata eccezione, per le s.p.a., delle due cause di recesso rappresentate dalla proroga del termine di durata della società e dall’introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni, espressamente qualificate come derogabili dal legislatore, a tutte le società di capitali è precluso ridurre il novero delle cause di recesso previste dalla legge<sup>46</sup> e intervenire in senso peggiorativo sui criteri di

---

<sup>45</sup> Questo è un elemento caratteristico dell’attuale disciplina del recesso (come d’altronde di quella propria del codice del 1942: v. *supra*, cap. 1, par. 4), ampiamente sottolineato in dottrina: v. *ex multis* V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 233, il quale osserva che “ampi margini di inderogabilità” rimangono anche a seguito della riforma del 2003. In argomento v. anche R. SACCHI, *Autonomia statutaria*, cit., 74 ss. il quale, fra le altre cose, giustifica l’inderogabilità del recesso quale “contrappeso dell’abbassamento del tasso di imperatività della disciplina delle società chiuse” (p. 75). L’idea della necessaria inderogabilità del recesso può farsi risalire già al pensiero del Vivante, il quale, come già sottolineato, nel vigore del codice del 1882 era fra i più ferventi sostenitori dell’idea che il recesso dovesse essere un istituto immodificabile da parte dell’autonomia privata: v. *supra*, cap. 1, nt. 52.

<sup>46</sup> Le cause in questione sono previste all’art. 2437, primo comma (per la s.p.a.) e all’art. 2473, secondo comma (per la s.r.l.). La loro inderogabilità, pressoché pacifica in dottrina e giurisprudenza, è ricavata da una serie di univoci indici testuali. Per ciò che concerne la s.p.a., in primo luogo dal fatto che l’*incipit* della disposizione, diversamente da quanto previsto al successivo secondo comma, non reca l’inciso “salvo patto contrario”, in secondo luogo dal fatto che l’“eliminazione di una o più cause di recesso” è un’opzione che il legislatore contempla espressamente (annoverandola proprio fra le cause di recesso di cui al primo comma: v. la lett. e)) solo per le cause di recesso di cui al secondo comma (quelle espressamente qualificate come derogabili) e al terzo comma (quelle di fonte statutaria) e infine – e soprattutto – da quanto disposto dal sesto comma dell’art. 2437, a tenore del quale “[è] nullo ogni patto volto ad escludere o rendere più gravoso l’esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi previste dal primo comma del presente articolo”. È pacifico, in dottrina, che i “patti” cui fa riferimento la norma ricomprendano le eventuali modificazioni statutarie volte a variare *in peius* la disciplina legale concernente le ipotesi del primo comma: v. *ex multis* D. GALLETI, *Art.*

liquidazione, quantomeno per ciò che concerne le cause di recesso inderogabili<sup>47</sup> (ciò che qui definiamo inderogabilità *in peius* o “verso il basso”)<sup>48</sup>. Inoltre, alle società quotate è altresì precluso arricchire il catalogo legale, prevedendo cause di recesso statutarie (inderogabilità in senso additivo o “verso l’alto”)<sup>49</sup>.

---

2373, cit., 1527; M. STELLA RICHTER JR.-(A. PONTECORVI), *Recesso*, cit., 11. Per ciò che concerne la s.r.l., l’inderogabilità è ricavata in primo luogo dal dettato dell’art. 2473, primo comma, secondo cui spetta “in ogni caso” al socio il diritto di recedere nelle ipotesi contemplate al primo comma dell’art. 2473: v., ad es., F. ANNUNZIATA, *Art. 2473*, in L.A. BIANCHI (a cura di), *Società a responsabilità limitata*, Egea, Milano, 2008, 499 (il quale ritiene che la formula abbia “una portata del tutto analoga a quella dell’ultimo comma dell’art. 2437”); O. CAGNASSO, *Artt. 2473-2473 bis*, in G. COTTINO *et al.*, (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, vol. II, Zanichelli, Bologna, 2004, 1845; P. REVIGLIONE, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Giuffrè, Milano, 2008, 56 s.; M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata*, cit., 440 s.; G. ZANARONE, *Della società*, cit., 795. Vi sono poi indici ulteriori, come la circostanza che la disposizione appena richiamata preveda fra le cause di recesso l’eliminazione di una o più cause di recesso previste dall’atto costitutivo, ma non stabilisca un’analoga disposizione per le cause di recesso *legali*, omissione che è agevolmente interpretabile quale ulteriore conferma dell’inderogabilità di queste ultime (L. ENRIQUES-S. SCIOLLA-A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.*, cit., 750; e v. sul punto anche quanto osservato da P. REVIGLIONE, *Il recesso*, cit., 57, in nota). Infine, a conclusioni analoghe si giunge per il diritto di recesso derivante dalla decisione di aumento di capitale con esclusione del diritto di sottoscrizione della quota, stabilito all’art. 2481-bis, in virtù del rinvio compiuto dalla norma all’art. 2473: v. sul punto M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Giappichelli, Torino, 2012, 149 (con specifico riferimento alla possibilità di escludere il diritto di recesso in sede di costituzione). Una posizione di maggiore apertura verso la possibilità di ridurre o rimodulare in senso restrittivo le cause di recesso legali nella s.r.l. è espressa invece da M. CALLEGARI, *Il recesso*, cit., 239 s.

<sup>47</sup> Per le s.p.a. la preclusione è agevolmente ricavabile dal già richiamato art. 2473, sesto comma, che vieta ogni patto volto a rendere più gravoso l’esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi c.d. inderogabili previste al primo comma. Per la s.r.l. la preclusione è ricavabile quale corollario dell’inderogabilità delle cause di recesso legali. L’effettività del sistema di tutela del socio verrebbe infatti irrimediabilmente compromessa se all’autonomia privata, cui è precluso comprimere o eliminare le cause di recesso legali, fosse concesso alterare i criteri di liquidazione in senso peggiorativo per il socio recedente. Sul punto cfr. O. CAGNASSO, *Artt. 2473-2473 bis*, cit., 1846; M. CIAN, *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, in *Riv. dir. soc.*, 2/2010, 308; D. GALLETI, *Art. 2473*, cit., 1909; G. ZANARONE, *Della società*, cit., 831 (il quale ritiene altresì l’art. 2437, sesto comma, applicabile analogicamente alla s.r.l. (p. 832, in nota)). V. inoltre le più analitiche considerazioni svolte e gli ulteriori autori citati al cap. 4, par. 2.

<sup>48</sup> Può essere interessante notare che un certo grado di inderogabilità *in peius* connota il recesso anche negli Stati Uniti, a dispetto degli ampi spazi ivi riconosciuti all’autonomia statutaria. Il *Model Business Corporation Act*, per esempio, consente all’autonomia statutaria di limitare o eliminare le cause di recesso da esso previste solo con riguardo ai *preferred stockholders*, stabilendo altresì che una tale previsione non si applichi alle operazioni realizzate nell’anno successivo alla sua adozione. In argomento v. J. FISCH, *A Lesson from Startups*, cit., 949 s. Il diritto societario del Delaware, invece, si dimostra tendenzialmente più permissivo, ma ciò è il frutto di evoluzioni giurisprudenziali molto recenti: v. *infra*, cap. 4, nt. 54 e testo corrispondente.

<sup>49</sup> V. *infra*, nt. 84 e testo corrispondente.

Una tale elevata rigidità è tradizionalmente giustificata sulla base di una serie di argomenti diversi, come la necessità di garantire l'effettività del rimedio, impedendo che la maggioranza possa depotenziarlo opportunisticamente *ex post* rimuovendo una o più cause di recesso ovvero introducendo criteri di liquidazione penalizzanti per il socio, oppure l'esigenza di realizzare un adeguato bilanciamento fra l'interesse del socio a uscire dalla società e quello, contrapposto, della società e dei suoi creditori a che la prima non subisca eccessive o troppo frequenti fuoriuscite di patrimonio, o ancora, con specifico riferimento alle società quotate, l'esigenza di evitare gli effetti di turbativa riconnessi ad una troppo agevole facoltà di recedere<sup>50</sup>.

Nelle pagine che seguono rivisiteremo criticamente questi argomenti e avremo modo di constatare che nessuno di essi si rivela in grado di giustificare la rigidità del sistema attuale. Prima, tuttavia, si rende necessario mettere meglio a fuoco le disfunzioni che l'elevata rigidità della disciplina del recesso comporta, concentrando in primo luogo l'attenzione su quello che appare il profilo più grave e significativo, poiché concernente invariabilmente tutte le società di capitali, ossia l'inderogabilità *in peius* del regime delle cause legali di recesso e dei criteri di liquidazione.

## 10. Disfunzioni riconnesse all'inderogabilità *in peius*

Come appena ricordato, l'inderogabilità *in peius* – l'impossibilità di ridurre il numero di cause di recesso legali (se non per la parte, marginale, rappresentata dalle cause di recesso espressamente qualificate come derogabili)<sup>51</sup> e di modificare i criteri di liquidazione in senso peggiorativo per il recedente – connota la disciplina del recesso in tutte le società di capitali. Essa, tuttavia, tende a produrre le maggiori disfunzioni con riguardo alle società chiuse, ossia le s.r.l. e le s.p.a. non quotate e a ristretta base partecipativa (le cui azioni non siano diffuse fra il pubblico in misura rilevante).

Si è visto che in queste società il recesso, per come attualmente costruito dal legislatore, ed in special modo in ragione della particolare configurazione dei criteri di liquidazione, non si limita a impedire le operazioni che danneggiano la minoranza, ma si rivela altresì capace di ostacolare quelle efficienti ed eque (ossia vantaggiose tanto per la maggioranza, quanto per la minoranza)<sup>52</sup>. Questo ha pre-

<sup>50</sup> V. *infra*, nt. 86 e testo corrispondente.

<sup>51</sup> Queste ultime, come più volte ricordato, sono costituite dalla proroga del termine di durata della società e dall'introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni.

<sup>52</sup> Questo perché, come visto al cap. 2, parr. 14 e 15 e più volte ricordato, gli elevati costi di transazione legati alla cessione della partecipazione sul mercato aprono alla possibilità di un uso opportunistico del rimedio e, combinati con criteri di liquidazione tendenti a sovra-compensare si-

cise e gravi ricadute negative sull'impresa societaria. I rischi maggiori concernono i processi di *scale-up* e ristrutturazione, poiché entrambi usualmente richiedono l'adozione di decisioni cui l'attuale diritto societario ricollega in via inderogabile il recesso<sup>53</sup>. Questi processi possono venire ostacolati dalla presenza di quest'ultimo, con l'effetto di indebolire l'impresa, cui è impedito raggiungere dimensioni ottimali o riorganizzarsi al fine di eliminare inefficienze preesistenti, pregiudicandone il successo nonché, nel lungo periodo, la sopravvivenza<sup>54</sup>.

Il problema si manifesta in maniera particolarmente acuta nella s.r.l., poiché in questo tipo di società praticamente tutto il catalogo delle "operazioni straordinarie" cui usualmente si ricorre nei processi di *scale-up* e ristrutturazione (fusioni, scissioni, mutamenti del tipo sociale, aumenti di capitale con offerta delle quote di nuova emissione a terzi) prevede il recesso. Si consideri il caso di una *start-up* di successo, costituita, com'è comune, in forma di s.r.l.<sup>55</sup>, che abbia bisogno di crescere e consolidare la propria posizione sul mercato al fine di raggiungere quelle economie di rete che sanciscono il successo di molte imprese operanti nelle nuove tecnologie<sup>56</sup>. Il processo di *scale-up* richiede tipicamente più cicli di raccolta del capitale<sup>57</sup>: operazione che si realizza usualmente attraverso aumenti di capitale

---

stematicamente il socio, rendono conveniente recedere anche quando il valore delle partecipazioni crescerebbe per effetto della delibera.

<sup>53</sup> Con riferimento ai processi di *scale-up* v. la testimonianza di A. Dalmasso, *Alberto Dalmasso, Ceo di Satispay: «In Italia è facile creare startup. Il problema sono i cavilli»*, in *Corriere della Sera*, 29 aprile 2022.

<sup>54</sup> In questo senso, con particolare incisività, P. GIUDICI-P. AGSTNER, *Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)*, 20 *Eur. Bus. Org. L. Rev.* 597 (2019), 623 s. ("a startup business on the verge of success may falter due to an obstructive or arbitrary exercise of exit rights, supported by a strong network of mandatory rules which leave no space to freedom of contract"). I rischi posti dal recesso nell'ambito di società *start-up* finanziate con il *venture capital* sono sottolineati, sebbene da prospettiva diversa, anche da D. GALLETTI, *Art. 2473*, cit., 1907.

<sup>55</sup> Una recente ricerca empirica indica che la quasi totalità delle imprese *startup* (più del 99% del campione preso a riferimento) in Italia sceglie di costituirsi in forma di s.r.l.: v. A. CAPIZZI-P. AGSTNER-P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 1-2/2021, 233. La scelta si spiega agevolmente in ragione dei minori costi di costituzione e amministrazione della s.r.l. rispetto alla s.p.a. (*op. ult. cit.*).

<sup>56</sup> Il concetto di economia o effetto di rete (*network effect*) fa riferimento al fenomeno per cui il valore di un determinato bene o servizio per il consumatore (e dunque la domanda per quel bene o servizio) aumenta al crescere del numero di utenti del servizio. L'attività di molte imprese legate a *internet* e alle telecomunicazioni è caratterizzata dalla presenza di forti economie di rete, ragion per cui raggiungere un'ampia diffusione del bene o servizio fra i consumatori è spesso una fondamentale precondizione per il successo dell'impresa. Tuttavia, come osserveremo anche più avanti nel testo, il raggiungimento di tale obiettivo richiede usualmente massicci investimenti e dunque il ricorso a quelle "operazioni straordinarie" che nell'attuale sistema innescano il recesso.

<sup>57</sup> Questo è comune in special modo nelle imprese finanziate tramite *venture capital*. È infatti una prassi consolidata di tale industria quella di fornire capitale per cicli o fasi successive, al raggiungimento di determinate "milestones" di sviluppo. V. M. KLAUSNER-K. LITVAK, *What Econo-*

riservati (o comunque aperti) a terzi finanziatori non soci e quindi attraverso una decisione che prevede il diritto di recesso di quanti non abbiano manifestato il proprio assenso alla decisione<sup>58</sup>. Inoltre, esso richiede che la società, raggiunto un determinato livello di sviluppo, si trasformi in società per azioni, al fine di agevolare l'ulteriore raccolta di capitale e la quotazione (con conseguente possibilità di *exit* per quanti avevano in origine investito in società)<sup>59</sup>, ovvero può condurre alla fusione con altra società, ai fini dell'ulteriore crescita e rafforzamento dell'impresa o per offrire agli investitori una forma di *exit* (c.d. *trade sale*) alternativa alla quotazione, ove quest'ultima non sia concretamente praticabile<sup>60</sup>. Tutte le decisioni appena menzionate sono causa inderogabile di recesso nella s.r.l. e, per le ragioni che si sono dette, vi è ampia probabilità che l'istituto venga utilizzato anche quando l'operazione non danneggia i soci di minoranza<sup>61</sup>.

---

*mists Have Taught Us About Venture Capital Contracting*, in M.J. WHINCOP (ed.), *Bridging the Entrepreneurial Financing Gap*, Routledge, London, 2001, 60 ss.

<sup>58</sup> Sottolineano come il recesso possa essere sfruttato a fini opportunistici dal socio dissenziente e dunque ostacolare il compimento dell'operazione A. CAPIZZI *et al.*, *Il design contrattuale*, cit., 233; P. AGSTNER-A. CAPIZZI-P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Riv. ODC*, 2/2020, 415 ss. (ove anche la proposta di un'interpretazione adeguatrice dell'art. 2481-bis, primo comma, finalizzata a superare l'ostacolo posto dalla previsione); C.A. NIGRO-D. MALTESE, *Private equity, fusioni e rinuncia all'appraisal right: note su un caso statunitense con cenni all'esperienza italiana*, in *Riv. dir. soc.*, 3/2022, 657, in nota. In tema v. altresì diffusamente C.A. NIGRO-L. ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE*, 1-2/2021, 149 ss., per un'analisi ad ampio spettro degli ostacoli che le molteplici rigidità del diritto societario italiano pongono allo sviluppo del *venture capital*.

<sup>59</sup> Sulla quotazione come forma di *exit* per i fondi di *private equity* e *venture capital* v. B. BLACK-R. GILSON, *Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets*, 47 *J. Fin. Econ.* 243 (1998), 243 ss. (soprattutto per ciò che concerne il ruolo del mercato azionario nello sviluppo del *venture capital*). Nella letteratura italiana sia consentito il rinvio a S. GILOTTA, *Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti*, in *AGE*, 1-2/2021, 355 ss.

<sup>60</sup> Su questa forma di *exit*, comune nell'ambito delle imprese finanziate da fondi di *private equity* e *venture capital*, e i rischi e i costi che spesso comporta, v. diffusamente C.A. NIGRO-J.R. STAHL, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*, 22 *Eur. Bus. Org. L. Rev.* 39 (2021).

<sup>61</sup> V., con riferimento alla trasformazione in s.p.a., NIGRO-MALTESE, *Private equity*, cit., 657, in nota. Cfr. inoltre D. GALLETI, *Art. 2473*, cit., 1531, il quale sottolinea come risulti meritevole di tutela l'accordo parasociale con cui i soci si impegnino reciprocamente a non recedere in occasione di un'eventuale futura trasformazione (tratteremo il tema dei patti parasociali di rinuncia al recesso più avanti: v. cap. 4, par. 5). Si noti, incidentalmente, che al fine di minimizzare l'incidenza negativa del recesso sul processo di *scale-up*, potrebbe essere conveniente per i soci fondatori trasformare subito la s.r.l. in s.p.a., se non optare fin dall'inizio (ossia già in sede di costituzione) per quest'ultimo tipo di società. Com'è ben noto e come più volte ricordato, infatti, nella s.p.a. fusioni, scissioni e aumenti di capitale non appartengono al novero delle cause inderogabili di recesso. L'efficacia di una tale strategia risulta però limitata dalla circostanza, cui accenneremo subito oltre nel testo, che fusioni, scissioni e aumenti di capitale nella s.p.a. possono frequentemente determinare l'insorgere del diritto di recesso per modifica dei diritti di voto e partecipazione del socio. Inoltre, la

Anche nella s.p.a. il recesso ha la capacità di ostacolare i processi di *scale-up* (e ristrutturazione), sebbene probabilmente in misura meno grave che nella s.r.l. Com'è noto, in questo tipo di società fusioni, scissioni e aumenti di capitale (con o senza diritto di opzione) non costituiscono causa di recesso. Tuttavia, ad ostacolare questo tipo di operazioni è la presenza di un'altra causa di recesso, quella che concerne le modifiche statutarie ai diritti di voto e partecipazione<sup>62</sup>. Le operazioni appena menzionate, infatti, spesso comportano cambiamenti sul piano organizzativo e dei rapporti patrimoniali e partecipativi fra soci che si traducono in (o possono essere interpretate come) modifiche dei diritti di voto e partecipazione del socio<sup>63</sup>, con conseguente sorgere del diritto (inderogabile) di recesso.

La gravità dei problemi che il recesso pone nell'ambito dei processi di *scale-up* risulta poi esacerbata dal fatto che, da un lato, la somma dovuta al socio a titolo di liquidazione risulta particolarmente elevata, dovendo riflettere le elevate potenzialità di crescita della società<sup>64</sup>, e che, dall'altro, le risorse disponibili a questo fine risultano tipicamente molto scarse, poiché la società non è ancora in grado di generare adeguati flussi di cassa e tende in ogni caso a reinvestire sistematicamente ogni eccedenza per finanziare la propria espansione. È vero, come già osservato, che la maggioranza conserva l'opzione di acquistare essa stessa le partecipazioni o collocarle presso terzi investitori, ed è altresì vero che se la società ha elevate potenzialità di crescita, come qui assumiamo, non dovrebbe essere difficile (assumendo un mercato finanziario ragionevolmente efficiente) trovare nuovi investitori. Si è visto, tuttavia, che sia l'una che l'altra opzione non sono prive di costi<sup>65</sup>; costi che gravano in ultima analisi sulla maggioranza promotrice dell'operazione e che quindi potrebbero indurla a rinunciarvi, quantunque l'operazione risulti creatrice di valore.

Per ragioni largamente analoghe a quelle appena sottolineate, poi, il recesso si presta ad ostacolare anche le operazioni di ristrutturazione. Anche queste ultime, infatti, frequentemente si realizzano attraverso "operazioni straordinarie" quali fusioni, scissioni, aumenti di capitale, che, come appena notato, nella s.r.l. sono causa

---

scelta di optare fin da subito per la s.p.a. (in luogo della s.r.l.) è fonte di inefficienze sue proprie, poiché spesso costringe i soci ad optare per un tipo di società non rispondente a quelle che sono le effettive dimensioni dell'impresa e il suo concreto stadio di sviluppo.

<sup>62</sup> Art. 2437, primo comma, lett. g).

<sup>63</sup> E v. di nuovo quanto osservato da A. DALMASSO, *op. cit.* La causa di recesso richiamata nel testo ha una particolare *vis expansiva*, come testimonia il fatto che essa è stata invocata anche per delibere incidono in via solo indiretta e mediata sui diritti di voto o partecipazione, come le decisioni di modifica dei meccanismi di elezione dell'organo amministrativo o quelle che comportano il cambiamento del sistema di amministrazione e controllo. In tema, anche per ulteriori riferimenti, v. S. ADDAMO, *Diritto di recesso*, cit., 120 ss., 212 ss.

<sup>64</sup> Si visto più volte, infatti, che gli attuali criteri di liquidazione impongono di tenere in considerazione anche le componenti di valore di natura prospettica.

<sup>65</sup> V. *supra*, cap. 2, par. 14.

inderogabile di recesso<sup>66</sup> e nella s.p.a. possono comportare modifiche ai diritti di voto e partecipazione dei soci e dunque, di nuovo e inderogabilmente, il recesso dei soci che non abbiano espresso il proprio assenso all'operazione.

L'inderogabilità *in peius* del diritto di recesso può poi essere fonte di disfunzioni anche nelle società quotate, ed in particolare in quelle prive di socio di controllo (a proprietà dispersa) e in quelle caratterizzate da una relazione di controllo "debole" (ossia controllate da un socio titolare un'aliquota minoritaria dei diritti di voto o comunque, anche se maggioritaria, largamente insufficiente a garantirgli il raggiungimento del *quorum* dei due terzi previsto per le deliberazioni dell'assemblea straordinaria), sebbene tali disfunzioni appaiano di gravità complessivamente minore rispetto a quelle che abbiamo appena visto connotare le società di capitali "chiuse".

Riguardo alle società quotate a proprietà dispersa, si è visto che in esse il recesso tende ad essere ridondante (in ragione del fatto che, in assenza di un socio di controllo, il voto assembleare costituisce uno strumento di *screening* della qualità della decisione di pari efficacia rispetto al recesso) e a generare fenomeni di *free riding* che ostacolano l'approvazione assembleare dell'operazione anche quando essa non danneggia gli azionisti. Impedire a queste società di limitare il campo di applicazione del rimedio, riducendo il novero di cause di recesso, finisce dunque per danneggiare la società e i suoi azionisti, contribuendo a rendere più difficoltosa l'adozione di tutta una serie di decisioni creatrici di valore.

Quanto invece alle società soggette a controllo debole, l'inderogabilità *in peius* impedisce alla società di eliminare le interferenze che il recesso produce sul corretto operare delle super-maggioranze e di rendere il rimedio sinergico rispetto a queste ultime. Si è già messo in evidenza<sup>67</sup> che un risultato di questo tipo può essere ottenuto intervenendo sulle regole che governano la legittimazione a recedere: limitare tale legittimazione ai soli soci che hanno espresso voto negativo eliminerebbe le accennate interferenze e potenzierebbe fortemente l'efficacia dello strumento della super-maggioranza, poiché spingerebbe i soci che ritengono la delibera dannosa ad esprimere il proprio voto contrario in assemblea, aumentando in

---

<sup>66</sup> Questo spiega probabilmente perché il codice della crisi stabilisca la sospensione del diritto di recesso del socio laddove il piano di concordato preveda il compimento di operazioni di trasformazione, fusione o scissione della società debitrice (art. 116, quinto comma, c.c.i.i.): la sterilizzazione del recesso elimina gli ostacoli che la presenza della prerogativa pone per il buon fine dell'operazione di ristrutturazione. Si noti, tuttavia, come una tale sospensione abbia un ambito applicativo alquanto ristretto, riguardando esclusivamente i piani concordatari, e non abbracci pertanto altre forme di ristrutturazione, fra cui tutte quelle di carattere extra-concorsuale, che si situano spesso ad uno stadio che precede la crisi dell'impresa e che sono volte proprio ad evitarla. In tema v. la recente analisi di L. ROCCO DI TORREPADULA, *Il diritto di recesso del socio nelle operazioni straordinarie di società in concordato preventivo: il nuovo art. 116, comma quinto, c.c.i.i.*, in *Riv. dir. comm.*, 2/2023, 227 ss.

<sup>67</sup> V. *supra*, cap. 2, par. 20.

questo modo la probabilità che il socio di controllo, con i propri voti, non raggiunga il *quorum* deliberativo dei due terzi. La singola società può avere interesse a far sì che la tutela della propria minoranza sia affidata primariamente allo strumento della maggioranza qualificata, piuttosto che al recesso (ad esempio per rimediare ai limiti che lo strumento presenta)<sup>68</sup>. L'inderogabilità *in peius* che connota l'istituto impedisce di ottenere questo risultato, poiché non consente all'autonomia statutaria di modificare in senso restrittivo la legittimazione a recedere<sup>69</sup>.

### 11. *L'inderogabilità in peius come presidio di tutela della minoranza e strumento per garantire l'effettività del rimedio*

Appurato che l'inderogabilità *in peius* può generare significative disfunzioni e dunque nuocere ai soci e all'impresa societaria, si tratta di comprendere se esistano valide ragioni per ritenerla comunque una corretta scelta regolamentare. Come già accennato, il principale argomento in favore dell'immodificabilità del recesso "verso il basso" attiene all'esigenza di tutelare la minoranza e preservare l'effettività dell'istituto<sup>70</sup>. Se la maggioranza avesse la capacità di modificare *ex post* la disciplina in senso sfavorevole al recedente, ad esempio rimuovendo una o più cause di recesso, modificando in senso peggiorativo i criteri di liquidazione o, più in generale, rendendone in vario modo più oneroso l'esercizio, l'istituto perderebbe la propria capacità di tutelare il socio dissenziente rispetto ai possibili pregiudizi riconnessi all'adozione delle decisioni per le quali è previsto. La maggioranza

---

<sup>68</sup> Si allude agli effetti di sotto- e sovra-compensazione che comunque caratterizzano il concreto operare del rimedio anche nelle società quotate: v. *supra*, parr. 3, 4 e 6. Beninteso, anche le maggioranze qualificate hanno i propri limiti, uno su tutti quello, già ampiamente sottolineato, di prestarsi ad utilizzi opportunistici in maniera ben più efficace (e quindi grave) rispetto al recesso. Non può escludersi, tuttavia, che in ragione della particolare composizione dell'azionariato di minoranza o altri fattori, la maggioranza qualificata rappresenti, per la singola società, uno strumento globalmente più efficiente del recesso.

<sup>69</sup> Un'eventuale clausola statutaria che limitasse il diritto di recedere ai soli soci che abbiano votato contro la delibera verrebbe infatti agevolmente qualificata come "patto volto ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso" e pertanto sanzionata con la comminatoria di nullità *ex art.* 2437, sesto comma.

<sup>70</sup> Un altro tradizionale argomento in favore della "rigidità" del regime del recesso, del quale ci occuperemo ampiamente ai paragrafi che seguono, concerne l'esigenza di tutelare i creditori sociali e, in chiave istituzionalistica, l'interesse alla conservazione dell'organismo produttivo rispetto agli effetti negativi del recesso sul patrimonio della società. Com'è intuitivo, tuttavia (e a prescindere dall'effettiva solidità di tali argomenti – solidità della quale, come vedremo più avanti, si può seriamente dubitare), essi non vengono in gioco allorché si discuta della possibilità di ridurre l'ambito di applicazione del rimedio o modificare in senso peggiorativo i criteri di liquidazione, stante che entrambe le opzioni, limitando la presenza e il peso del rimedio e gli incentivi al suo utilizzo, gioverebbero agli interessi dei creditori e a quello dell'impresa.

za, infatti, sarebbe sempre in condizione di rimuovere o altrimenti neutralizzare il rimedio prima dell'adozione di quella decisione, attraverso una modifica *ad hoc* della relativa disciplina (ad esempio rimuovendo la causa di recesso proprio per quella deliberazione) propedeutica all'adozione di tale decisione, e questo determinerebbe il venir meno dell'intera impalcatura di protezione offerta dal rimedio (con l'ulteriore conseguenza dannosa di comprometterne *ex ante* la credibilità agli occhi di ogni potenziale socio di minoranza)<sup>71</sup>.

D'altro canto, l'inderogabilità *in peius* (e *a fortiori* l'insopprimibilità) è una caratteristica che connota tutti gli strumenti di protezione della minoranza previsti dal diritto societario (si pensi al diritto di impugnare le delibere assembleari o al diritto al risarcimento del danno per quanti non raggiungano le percentuali di capitale previste per l'esercizio del rimedio, o ancora all'azione sociale di minoranza)<sup>72</sup>, ed anche in queste ipotesi si giustifica sulla base delle medesime ragioni appena accennate, ossia l'esigenza di impedire che la maggioranza, attraverso l'esercizio del suo potere di modifica dell'atto costitutivo, possa eliminare *ex post* il rimedio, vanificandone la stessa presenza nel diritto societario.

Ebbene, non vi è dubbio che per garantire l'effettività del recesso (e, più in generale, di ogni altra prerogativa posta a tutela della minoranza) alla maggioranza

<sup>71</sup> Come avremo modo di sottolineare più avanti nel testo, una tale mancanza di credibilità crea a propria volta un problema di *credible commitment* per la maggioranza, fonte di gravi disfunzioni sul piano della capacità delle società di capitali di attrarre capitale di rischio. Si noti che proprio l'esigenza di conferire piena credibilità al rimedio spiega perché la delibera che elimina una o più cause di recesso derogabili o opzionali ("statutarie") sia annoverata fra le cause *inderogabili* di recesso. Ad una lettura superficiale, potrebbe apparire contraddittorio riconoscere il diritto *inderogabile* al recesso per l'eliminazione di cause di recesso espressamente qualificate dal legislatore come disponibili ad opera dell'autonomia statutaria. Invece, la norma ha la finalità di rendere credibile, agli occhi del socio, la protezione offerta da quelle ipotesi di recesso; credibilità che evidentemente verrebbe meno se la maggioranza avesse il potere di rimuoverle *ex post* senza che al socio dissenziente fosse offerta alcuna forma di tutela. Anche la già richiamata disposizione contenuta al sesto comma dell'art. 2437 (v. *supra*, nt. 46), che sancisce la nullità dei patti volti ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio del recesso nelle ipotesi *inderogabili*, nonché la speciale causa di recesso *inderogabile* costituita dalla modifica dei criteri di determinazione del valore delle azioni (art. 2437, primo comma, lett. f)), hanno l'analogia finalità di rafforzare la credibilità del recesso come strumento di tutela della minoranza.

<sup>72</sup> Deve osservarsi che spesso manca una disposizione che affermi espressamente l'inderogabilità *in peius* o insopprimibilità di tali istituti. A una tale conclusione si perviene per via interpretativa muovendo dal fatto che il legislatore, con riferimento agli istituti in esame, riconosce l'ammissibilità esclusivamente delle modificazioni che allargano lo spazio di fruibilità del rimedio (come ad esempio la riduzione delle aliquote di capitale che è necessario possedere per accedervi). La questione si riconnette al tema, a lungo dibattuto nella dottrina italiana, dei limiti del potere della maggioranza, su cui v. i classici studi di T. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in ID, *Studi in tema di società*, Giuffrè, Milano, 1992, 99 ss.; V. BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Morano, Napoli, 1960; G.L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili*, cit., 113 ss.

debba essere preclusa la possibilità di intervenire *ex post* sul rimedio. Il limite, tuttavia, concerne per l'appunto le modifiche *ex post*, ossia quelle che intervengono dopo la costituzione della società ovvero dopo l'ingresso in questa degli investitori di minoranza (come avviene ad esempio in occasione della sua quotazione). Al contrario, nessuna reale esigenza di protezione della minoranza e garanzia di effettività del rimedio giustifica le limitazioni che la disciplina attuale pone all'autonomia privata in sede di costituzione della società (o prima dell'ingresso degli investitori di minoranza).

Nella letteratura internazionale (e, per vero, anche nella dottrina italiana più risalente)<sup>73</sup>, è un dato ben noto e sostanzialmente acquisito che, in sede di costituzione della società e nelle situazioni ad essa assimilabili che si sono richiamate, all'autonomia privata possa e debba riconoscersi ampia libertà di discostarsi dal modello organizzativo offerto dal diritto societario<sup>74</sup>, almeno per ciò che concerne le norme che non sono preordinate alla tutela di interessi di terzi (come lo sono usualmente quelle che governano i rapporti fra soci). I soci di minoranza, infatti, ove ritengano che una data soluzione organizzativa possa danneggiarne gli interessi, conservano la possibilità di non aderire alla società ovvero di scontare tale rischio nel prezzo di sottoscrizione delle azioni o della quota. Sarebbe dunque scorretto affermare che la scelta, compiuta in sede di costituzione della società (o prima dell'ingresso dei soci di minoranza), di ridurre lo spazio di applicazione del recesso, o di eliminarlo del tutto, danneggia questi ultimi. Quando compiuta *ex ante*, una tale decisione, come ogni altra decisione che incide sul complessivo sistema di protezione della minoranza offerto dal diritto societario, è del tutto neutra per quest'ultima, perché, come appena osservato, chi ha aderito alla società come investitore di minoranza ha avuto la possibilità di scontare nel prezzo offerto per la sottoscrizione della quota o delle azioni i rischi a ciò connessi<sup>75</sup>. D'altro

---

<sup>73</sup> V. *infra*, nt. 79.

<sup>74</sup> V. per tutti L. BEBCHUK, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 *Harv. L. Rev.* 1820 (1989), 1825 ss. La libertà in parola, naturalmente, è giustificata fintantoché assumiamo assenza di esternalità e asimmetrie informative: ID., *op. cit.*, 1825, 1826. Le esternalità non rilevano ai fini del discorso che stiamo conducendo, poiché, come si vedrà meglio più avanti, il recesso è un istituto che incide esclusivamente sulla posizione dei singoli soci. Fa eccezione il recesso *ad nutum*, che tuttavia non è oggetto delle presenti riflessioni (limitate al recesso "della minoranza") e che sarà oggetto di specifica trattazione nelle pagine che seguono (v. *infra*, cap. 5). Il problema delle asimmetrie informative, invece, ha, quantomeno in principio, un rilievo maggiore, poiché caratterizza i rapporti fra gruppo di controllo e investitori esterni. Anche in questo caso, tuttavia, si ritiene che esso costituisca un problema limitato: v. quanto osservato alla nota successiva.

<sup>75</sup> Fare leva sull'esistenza di asimmetrie informative fra promotori (gruppo di controllo) e investitori di minoranza per affermare l'incapacità di questi ultimi di autotutelarsi scontando nel prezzo di sottoscrizione l'assenza del rimedio è un argomento che, in questo particolare contesto, convince poco: nell'ambito delle società chiuse, chi decide di sottoscrivere o acquistare una partecipazione di minoranza è (o dovrebbe essere) un soggetto pienamente consapevole di muoversi in un ambiente

canto, in sede di costituzione il principio di maggioranza non trova applicazione e non può quindi verificarsi una situazione in cui una data soluzione organizzativa possa venir imposta al socio contro la sua volontà.

Proprio per queste ragioni, peraltro, la maggioranza dovrebbe avere adeguati incentivi a proporre soluzioni organizzative efficienti, che minimizzino i costi di agenzia offrendo alla minoranza un livello di tutela ottimale. Infatti, proprio perché gli investitori di minoranza scontano nel prezzo di sottoscrizione delle azioni o della quota qualsiasi soluzione organizzativa che accresca tali costi, ogni scelta in questo senso si traduce in un minore corrispettivo per il collocamento delle partecipazioni di minoranza<sup>76</sup>.

Al contrario, una tale ampia libertà non si giustifica per le modifiche *ex post* (“*midstream*”). Queste, infatti, non permettono ai soci di minoranza di tutelarsi attraverso una correzione al ribasso del prezzo di acquisto (in ragione del fatto che l’acquisto è già avvenuto) e – correlativamente – non consentono una piena internalizzazione dei relativi effetti da parte di chi le promuove (il socio di controllo o, nelle società che ne sono prive, il *management*), con la conseguenza che costoro saranno incentivati ad adottarle anche se inefficienti, ogniqualvolta ne ricavano un beneficio personale netto<sup>77</sup>.

Inoltre – ed è forse l’aspetto più grave in una prospettiva tesa a valutare la complessiva efficienza del sistema –, la possibilità per la maggioranza di modifi-

---

largamente governato dal principio del *caveat emptor* (e infatti è frequente il ricorso, da parte di costui, all’assistenza di consulenti legali e finanziari); nel contesto delle società quotate, è certamente plausibile ritenere che gli azionisti-risparmiatori sottoscrivano le azioni senza avere consapevolezza alcuna delle specifiche caratteristiche di *governance* della società ed è quindi ben possibile che non siano a conoscenza della mancanza di uno o più strumenti di tutela della minoranza. La sottoscrizione delle azioni in sede di IPO, tuttavia, è usualmente effettuata anche da una pleora di sofisticati investitori istituzionali, perfettamente capaci di accorgersi dell’assenza di questi rimedi e agire di conseguenza (ossia offrire un prezzo inferiore ove ritengano dannosa l’assenza della prerogativa). Il prezzo di collocamento delle azioni è largamente determinato proprio da tali investitori sofisticati e questo assicura piena protezione degli investitori non sofisticati (oltreché garantire, come osserveremo subito oltre nel testo, che le scelte del socio di controllo siano efficienti). V. sul punto le analoghe osservazioni di J.N. GORDON, *The Mandatory Structure*, cit., 1557 ss.

<sup>76</sup> V. L. BEBCHUK, *Limiting*, cit., 1826; B. BLACK, *Is Corporate Law Trivial*, cit., 570 (il quale sottolinea l’importanza, a questo fine, di un efficiente *pricing* delle azioni in sede di IPO). La principale ragione per offrire all’autonomia privata ampio spazio in sede di costituzione della società risiede in ultima analisi proprio in ciò, ossia nel fatto che ci si trova in un contesto in cui chi controlla la società internalizza in pieno i costi di eventuali scelte organizzative scorrette e ha dunque incentivo a strutturare giuridicamente la società in modo tale da massimizzarne il valore, poiché così facendo massimizza anche la propria personale utilità.

<sup>77</sup> Anche questo è un punto ampiamente condiviso, specialmente nella letteratura gius-economica di matrice nordamericana: cfr. L. BEBCHUK, *Limiting*, cit., 1827 ss.; F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *The Corporate Contract*, 89 *Colum. L. Rev.* 1416 (1989), 1442 ss.; J.N. GORDON, *The Mandatory Structure*, cit., 1573; J.C. COFFEE, JR., *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role*, 89 *Colum. L. Rev.* 1618 (1989), 1674 s.

care liberamente *ex post* le regole societarie in senso deteriore per la minoranza sottrae credibilità a qualunque scelta organizzativa contraria (ossia finalizzata ad offrire maggiore protezione agli interessi della minoranza, con il fine di ottenere capitale di rischio da investitori “esterni” o ridurne il costo) adottata in sede di costituzione del rapporto, con la grave conseguenza che gli investitori di minoranza sconteranno comunque il rischio di una ridotta protezione dei loro interessi anche quando la maggioranza è sinceramente intenzionata ad offrire loro maggiore protezione (cosa che spesso, come visto sopra, è nello stesso interesse di quest’ultima).

In altre parole, la possibilità di modificare *in peius* le regole societarie poste a protezione della minoranza crea un problema di *credible commitment* che preclude a quanti non abbiano intenzioni espropriative di promettere in maniera credibile ai potenziali investitori di minoranza che i loro interessi non verranno pregiudicati. Questo impedisce ai primi di segnalare credibilmente la propria qualità al mercato, distinguendosi da quanti sono effettivamente animati da obiettivi opportunistici. L’esito, notorio, di questo tipo di problemi è la selezione avversa e dunque la ridotta capacità (e nei casi più gravi la radicale incapacità) del mercato di finanziare le imprese attraverso il capitale di rischio<sup>78</sup>.

Non v’è dubbio, quindi, che alla maggioranza debba essere precluso modificare *in peius* il diritto di recesso. Il limite, tuttavia, si giustifica solo con riferimento alle modifiche successive (*ex post*) e non concerne invece le eventuali deviazioni dal modello legale adottate in sede di costituzione della società o prima dell’ingresso in essa di soci di minoranza<sup>79</sup>.

---

<sup>78</sup> V. G. AKERLOF, *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 *Quat. J. Econ.*, 488 (1970).

<sup>79</sup> Come accennato nel testo, il punto è ben chiaro alla dottrina italiana più risalente: v. per tutti A. VIGHI, *I diritti individuali*, cit., 76 s., il quale osserva quanto segue: “[s]ulla natura individuale del diritto di recesso e di rimborso dell’azione non può sorgere alcun dubbio, perché esso rappresenta appunto la difesa del singolo contro la volontà dei più. Una deliberazione dell’assemblea, quindi, che modificasse lo statuto nel senso di privare gli azionisti di tale diritto, sarebbe illegale e, come tale, soggetta all’azione di opposizione [...]. Sarebbe, invece, valida la rinuncia al diritto stesso fatta nell’originario contratto costitutivo, perché non si tratta di una norma imperativa di diritto pubblico”. D’altro canto, la teorica dei diritti individuali degli azionisti, al tempo dominante, distingueva per l’appunto fra diritti individuali “irrinunciabili” e diritti individuali “rinunciabili”. Entrambi sono diritti intangibili ad opera della maggioranza (in quanto, per l’appunto, diritti *individuali* del socio). Mentre, tuttavia, i secondi possono essere eliminati con il consenso del singolo socio (tipicamente in sede di costituzione della società), i primi sono radicalmente “intangibili”, ossia nemmeno il singolo socio vi può preventivamente rinunciare. La ragione di tale intangibilità, a propria volta, veniva individuata nel rango dell’interesse protetto. Si osservava, così, che i diritti individuali irrinunciabili sono tali perché “concessi da una norma di legge imperativa di ordine pubblico nell’interesse generale o sociale o che costituiscono un elemento essenziale del contratto di società” (G. DONADIO, *Il recesso*, cit., 24). Al contrario, i diritti individuali rinunciabili erano posti a tutela di interessi disponibili del socio. Com’è ampiamente noto, la teorica dei diritti individuali degli azionisti è stata progressivamente superata dall’elaborazione dottrinale successiva (fondamentale al riguardo è l’opera

Le scelte del legislatore italiano non sono coerenti con quanto si è appena osservato: nell'attuale diritto societario, infatti, la disciplina del recesso presenta il medesimo grado di rigidità – massimo<sup>80</sup> – tanto in sede di costituzione della società, quando, come appena visto, non si pongono reali problemi di tutela della minoranza ed eventuale inefficienza delle soluzioni adottate, quanto in sede di modifica *ex post*<sup>81</sup>.

---

monografica di BUONOCORE, *Le situazioni*, cit.) ed oggi non si ricorre più ad una tale nomenclatura per descrivere le prerogative individuali dei soci in una società per azioni. Il superamento di tale teorica pare tuttavia aver comportato anche l'abbandono di una distinzione, quella fra modifiche *ex post* alla disciplina legale operate dalla maggioranza (e quindi imposte al socio dissenziente) e modifiche *ex ante* operate con il consenso di tutti i soci, che riveste tuttora grande importanza e utilità analitico-ricostruttiva, come le riflessioni compiute nel testo hanno tentato di dimostrare.

<sup>80</sup> Nel diritto societario (e non solo), questo tipo di inderogabilità “forte” generalmente si accompagna a regole volte alla tutela di interessi indisponibili da parte dei soci, come gli interessi di soggetti terzi estranei al contratto di società (ad esempio i creditori sociali) o gli interessi di natura pubblica. Com'è in parte già emerso e come emergerà ancor più chiaramente dalle riflessioni che verranno svolte nei paragrafi che seguono, il recesso, oltre a concernere interessi evidentemente disponibili dei soci, non incide in maniera apprezzabile su interessi di soggetti terzi. Si assiste pertanto a una incongruenza fra livello di rigidità della disciplina e rango degli interessi che questa tutela; incongruenza che, come sottolineato più avanti nel testo, si traduce in un'ingiustificata compressione dell'autonomia privata. Come già osservato (*supra*, cap. 1, nt. 52), l'idea che il recesso tuteli interessi indisponibili può farsi risalire al pensiero del Vivante, secondo cui il recesso costituiva un “istituto di ordine pubblico”, ed è ancora ampiamente diffusa (v. ad es. S. CARMIGNANI, *Art. 2437*, cit., 882).

<sup>81</sup> Lo si deduce con chiarezza, per le s.p.a., dal sesto comma dell'art. 2437, che, come già ricordato, sancisce la nullità dei patti volti a escludere o rendere più gravoso l'esercizio del recesso nelle ipotesi previste al primo comma. La disposizione è comunemente interpretata come preclusiva di qualsivoglia modificazione del regime previsto al primo comma ad opera dell'autonomia statutaria, tanto in sede di creazione del rapporto societario quanto in sede di sua successiva modificazione. D'altro canto, l'uso del termine “patti” in luogo di “modificazioni statutarie” o altra espressione equivalente può agevolmente essere interpretato come segno della volontà del legislatore di rendere le cause di recesso previste al primo comma radicalmente indisponibili e intangibili da parte dell'autonomia privata (anche quando, come per l'appunto in sede di costituzione della società, per la modifica è richiesto il consenso di ciascun singolo socio). Sul punto, oltre agli autori richiamati alla nt. 46, v. M. CALLEGARI, *Art. 2437*, in G. COTTINO *et al.*, *Il nuovo diritto societario*, vol. II, Zanichelli, Bologna, 2004, 1394 (secondo la quale “emerge inequivocabilmente” dall'ultimo comma dell'art. 2437 che “[t]utte le ipotesi [previste al primo comma] sono necessarie e indisponibili, al di fuori della sfera di autonomia dei soci”). La disposizione era presente già nel codice del 1942 e, come riferisce P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 34, norma di tenore analogo era contenuta nel progetto preliminare di codice di commercio della commissione Vivante. Il che, peraltro, può non essere un caso, essendo proprio quest'ultimo, come sottolineato più volte (*supra*, nt. 45 e cap. 1, nt. 52), uno dei più convinti fautori dell'intangibilità del diritto di recesso. Con riferimento alle s.r.l., pur mancando una norma di tenore analogo all'appena richiamato art. 2437, sesto comma, la dottrina giunge a conclusioni analoghe, facendo leva anche in questo caso principalmente sul dato testuale. Il primo comma dell'art. 2473, infatti, esordisce affermando che “l'atto costitutivo determina quando il socio può recedere dalla società e le relative modalità” e prosegue stabilendo che “in ogni caso” il

Le riflessioni appena compiute indicano invece chiaramente che sarebbe preferibile concedere all'autonomia privata ampia libertà di modificare *in peius* il regime legale *ex ante*, permettendo agli statuti di ridurre e financo eliminare le cause di recesso legislativamente previste e stabilire criteri di liquidazione diversi e meno premianti di quelli previsti dal codice, prevedendo al contempo adeguate tutele per i soci di minoranza – nella forma di limiti stringenti al potere di modifica successiva del regime iniziale da parte della maggioranza (ad esempio nella forma di un diritto di recesso, questa volta sì inderogabile, in favore del socio dissenziente o di *quorum* deliberativi particolarmente elevati, anche in questo caso inderogabili o immutabili *ex post* verso il basso) – allorché quest'ultima intenda alterarlo *ex post in peius*<sup>82</sup>. Ci occuperemo di tutti questi aspetti più avanti, allorché affronteremo il tema delle prospettive di riforma dell'istituto.

12. *L'inderogabilità in senso "additivo", ovvero il divieto, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, di prevedere cause di recesso ulteriori rispetto a quelle legali*

L'attuale disciplina pone restrizioni anche alla possibilità di arricchire il catalogo legale delle cause di recesso, attraverso la previsione di cause ulteriori di matrice statutaria – ciò che definiamo inderogabilità in senso additivo, o “verso l'alto”, del recesso. Com'è ben noto, il limite concerne esclusivamente le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e dunque principalmente le

---

diritto di recesso spetta al socio nelle ipotesi successivamente elencate. L'espressione “in ogni caso” è pertanto intesa come preclusiva della possibilità di eliminare statutariamente le cause di recesso previste al primo comma (o di restringerne l'ambito applicativo): sul punto v. *ex multis* M. SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio*, cit., 149 (che qualifica il recesso nella s.r.l. come “diritto assolutamente indisponibile del socio”); L. ENRIQUES-S. SCIOLLA-A. VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.*, cit., 750; M. VENTORUZZO, *Recesso da società a responsabilità limitata*, cit., 440 s. Come vedremo al cap. 4, par. 5, per opinione comune i limiti appena richiamati si estendono altresì agli accordi parasociali aventi come effetto quello di impedire od ostacolare in vario modo l'esercizio del recesso. Avremo però modo di dimostrare che vi sono buoni argomenti per ritenere il contrario.

<sup>82</sup> Sembra porsi in quest'ordine di idee anche M. SPERANZIN, *Criteri di liquidazione*, cit., 892 s., 896, laddove riconosce, nella s.r.l., la possibilità di prevedere criteri di liquidazione convenzionali di tipo peggiorativo, che conducano all'individuazione di un prezzo di rimborso inferiore all'effettivo valore della partecipazione, in ragione del fatto che, nell'opinione dell'Autore, questo tipo di modifiche richiede il consenso di tutti i soci e dunque anche del futuro recedente. Come già notato, peraltro, l'attuale sistema non è del tutto estraneo alla logica illustrata nel testo. Il diritto di recesso inderogabile riconosciuto in occasione dell'eliminazione di una o più cause di recesso convenzionali ha proprio lo scopo di attribuire credibilità a queste ultime quali strumenti ulteriori di tutela della minoranza. V. *supra*, nt. 71.

società quotate<sup>83</sup>. L'art. 2437, quarto comma, c.c. stabilisce che “[l]o statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere ulteriori cause di recesso” e la disposizione è pacificamente interpretata nel senso che le società “aperte” (quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) non possono introdurre cause statutarie di recesso<sup>84</sup>. Anche in questo caso, peraltro, la disposizione, con il suo generico riferimento allo “statuto”, è facilmente interpretabile come preclusiva non solo delle modifiche *ex post* (peraltro, diversamente dalle modifiche *in peius* discusse al paragrafo che precede, incapaci per definizione di danneggiare la minoranza, dal momento che si risolvono in un potenziamento del rimedio dopo l'ingresso del socio di minoranza), ma anche di quelle *ex ante*, ossia realizzate in sede di costituzione della società (o prima dell'ingresso in essa di investitori di minoranza), ad uno stadio in cui è richiesto il consenso esplicito o implicito della maggioranza e della minoranza<sup>85</sup>.

Il legislatore della riforma giustifica la restrizione “in considerazione della turbativa che in società con diffusa platea azionaria porterebbero facili, diffusi recessi”<sup>86</sup>. Non è chiaro, tuttavia, in cosa consista esattamente tale paventata turbativa.

---

<sup>83</sup> Vi è un particolare tipo di società “quotata” cui il limite in esame non si applica: la società i cui titoli sono negoziati su un sistema multilaterale di negoziazione (ad esempio un mercato di crescita per le piccole e medie imprese come *Euronext Growth Milan*). Queste società, salvo non risultino qualificabili come società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante per il superamento delle soglie previste dall'art. 2325-ter, sono tecnicamente società “chiuse”, che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (sebbene di fatto sia proprio il contrario), le quali, come tali, hanno la facoltà di prevedere ulteriori cause di recesso statutarie. A conferma dell'utilità di una tale opzione, molte società quotate su *Euronext Growth Milan* hanno provveduto a inserire nei propri statuti il diritto di recesso per le delibere che comportano il *delisting*, sulla falsariga di quanto previsto per le sole società quotate su mercati regolamentati dall'art. 2437-quinquies: F. ANNUNZIATA, *AIM Italia e disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, in *Riv. soc.*, 1/2020, 261 s. Sul punto cfr. altresì F. FORNASARI, *Quotazione*, cit., 826 (il quale ritiene possibile applicare analogicamente l'art. 2437-quinquies alle società quotate su mercati di crescita).

<sup>84</sup> Il dato letterale non impone a rigore tale conclusione, limitandosi per l'appunto a consentire allo statuto delle società “chiuse” l'introduzione di ulteriori cause di recesso, senza prendere esplicitamente in considerazione le società aperte. Facendo leva su un'interpretazione strettamente letterale della norma, potrebbe sostenersi che le società aperte non sono soggette ad alcun divieto. È ragionevole, tuttavia, interpretare la disposizione nel senso che si è detto nel testo, ossia come implicitamente contenente un divieto, per le società aperte, di prevedere ulteriori cause di recesso di matrice statutaria. Come accennato, peraltro, questa è l'interpretazione condivisa in via pressoché unanime dalla dottrina. V. *ex multis* M. CALLEGARI, *Art. 2437*, cit., 1404 s.; V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 302.

<sup>85</sup> In altre parole, il dettato della norma non solo non permette ad una società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio di introdurre una o più cause di recesso attraverso apposita clausola dello statuto, ma preclude altresì ad una società per azioni “chiusa” che contenga nel proprio statuto una o più cause di recesso convenzionali di quotarsi mantenendo in statuto tali cause convenzionali. Sul punto v. G. MARASÀ, *Commento*, cit., 780.

<sup>86</sup> *Relazione*, cit., par. 9.

Il legislatore potrebbe alludere all'effetto di intralcio all'attività della società che un eccessivo numero di cause di recesso provocherebbe<sup>87</sup>. Se così fosse, tuttavia, il rilievo non coglierebbe nel segno. Come già sottolineato, le decisioni sociali possono essere "buone" (creatrici di valore e non dannose per la minoranza) o "cattive" (distruttrici di valore e dannose per la minoranza), per cui non vi è alcun valore intrinseco nel garantire alla società la massima capacità decisionale rimuovendo qualsivoglia ostacolo, diretto o indiretto, al dispiegarsi del volere della maggioranza<sup>88</sup>. Ciò che conta è che il recesso (ma l'osservazione può probabilmente essere estesa ad ogni altro strumento di tutela della minoranza) non ostacoli le "buone" decisioni, ossia, come appena visto, quelle che accrescono il valore della società recando vantaggio a tutti i soci. A questo proposito, abbiamo avuto modo di dimostrare ampiamente che per la massima parte delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (le società quotate), questo rischio si pone in misura limitata<sup>89</sup>.

In alternativa, è possibile che con il termine turbativa il legislatore faccia riferimento a eventuali effetti di instabilità ed eccessiva volatilità dei prezzi di borsa connessi al troppo frequente operare del recesso. Gli effetti in parola sarebbero probabilmente da ricondurre all'incertezza circa la percentuale di capitale che eserciterà effettivamente il recesso e, correlativamente, circa la complessiva incidenza, anche solo potenziale, del medesimo sul patrimonio sociale, nonché, pro-

---

<sup>87</sup> In linea con tale prospettazione, vi è chi ha sottolineato come il riconoscimento della facoltà di ampliare il numero di cause di recesso nelle società aperte comporti il "rischio di una proliferazione delle richieste di recesso e di continui esborsi monetari, in ragione dell'ampiezza della base partecipativa" tipica di queste società (M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 83). Tuttavia, il grado di frammentazione dell'azionariato dovrebbe ridurre, piuttosto che aumentare, l'incidenza dei recessi, in ragione dell'atteggiamento di diffusa apatia che tipicamente connota le compagini sociali ampiamente frammentate. Si noti, inoltre, che l'ampiezza della compagine sociale non incide nemmeno sul valore dell'esborso che è necessario sostenere per far fronte alle richieste di rimborso, essendo quest'ultimo commisurato alla dimensione della partecipazione del socio recedente e non al numero di azionisti che recedono (il recesso di mille piccoli azionisti titolari di azioni pari all'uno per cento del capitale comporta un esborso inferiore rispetto al recesso di un singolo azionista titolare di un numero di azioni pari al due per cento del capitale).

<sup>88</sup> Con il che, naturalmente, non si intende sostenere che non abbiano utilità gli interventi finalizzati a ridurre o eliminare costi e aggravii ingiustificati che eventualmente affliggano i processi decisionali interni alla società. Il recesso, tuttavia, per la più volte sottolineata funzione di tutela della minoranza e *screening* della qualità delle decisioni comuni, non pare certo annoverabile fra gli "orpelli regolamentari" per i quali è sicuramente giustificato un tale intervento di rimozione.

<sup>89</sup> Piuttosto, abbiamo constatato che nelle società quotate il recesso, in ragione della particolare configurazione dei criteri di liquidazione, può non offrire piena tutela al socio, ma questo, evidentemente, non costituisce un argomento per impedire all'autonomia statutaria di potenziare l'istituto attraverso la previsione di nuove cause di recesso. Infatti, il fatto che il prezzo di liquidazione possa alle volte situarsi al di sotto del corretto valore da riconoscere al socio è un fattore che non riduce l'incentivo ad adottare decisioni creatrici di valore e non dannose per la minoranza.

tabilmente, circa l'effettivo compimento dell'operazione (che può nei fatti essere compromesso da un eccessivo numero di recessi). I mercati, tuttavia, sono abituati a questo tipo di scenari e non si vede come un aumento delle cause di recesso possa ingenerare questi effetti di turbativa. D'altro canto, i profili di incertezza appena richiamati connotano già le attuali ipotesi di recesso (le quali, lo si noti per inciso, accompagnano già un numero non irrisorio di decisioni: si consideri soprattutto, a quest'ultimo riguardo, il recesso per modifiche statutarie dei diritti di voto e partecipazione, che, come già notato, ha l'attitudine ad accompagnarsi a numerose delibere che incidono sui profili organizzativi della società)<sup>90</sup>. Ciò nondimeno, gli ipotizzati effetti di volatilità e instabilità dei prezzi non paiono allo stato riscontrabili.

A ben vedere, un effetto di turbativa del tipo appena ipotizzato potrebbe verificarsi solo in due casi: qualora venga introdotto per via statutaria il recesso *ad nutum* e, in misura forse minore, qualora i requisiti per esercitare il rimedio non vengano individuati con precisione, ad esempio in ragione della scelta di ricorrere a formule generiche, come quella della giusta causa<sup>91</sup>. Nel primo caso, la turbativa del mercato sarebbe un effetto dell'instabilità patrimoniale cui la società risulterebbe esposta per effetto della libertà di ciascun socio di recedere liberamente in ogni momento<sup>92</sup>. Non è da escludere che il mercato possa addirittura trovarsi nell'impossibilità di stabilire un prezzo per le azioni della società. Infatti, il valore che risulterebbe dall'attualizzazione dei profitti futuri della società dovrebbe continuamente essere rivisto al ribasso in ragione del rischio che il recesso possa condurre la società a una liquidazione forzata anticipata dell'intero patrimonio.

Nel secondo caso, la turbativa deriverebbe dall'incertezza prodotta dalla va-

---

<sup>90</sup> Della peculiare *vis expansiva* di tale causa di recesso si è già detto: v. *supra*, nt. 63.

<sup>91</sup> La previsione di una simile causa di recesso nelle società di capitali è notoriamente controversa. Fra coloro che si esprimono in favore della sua ammissibilità v. M. CALLEGARI, *Il recesso*, cit., 236 (con riguardo alla s.r.l.); V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società di capitali*, cit., 610; N. CIOCCA, *Il recesso*, cit., 182 ss. (con riferimento alla s.r.l.); I. DEMURO, *Il recesso*, in F. FARINA *et al.* (a cura di), *La nuova s.r.l.: prime letture e proposte interpretative*, Giuffrè, Milano, 2004, 183 s. Di contrario avviso è invece G. ZANARONE, *Della società*, cit., 782. Prima della riforma si osservava, più in generale (v. G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. VIII, Cedam, Padova, 1985, 45), che la limitazione delle cause di recesso (ed esclusione) e la loro precisa individuazione, con correlativo rifiuto di ricorrere a clausole più elastiche come quella della giusta causa, trovavano fondamento anche in esigenze di tutela dei creditori, che nelle società di capitali possono contare solo sul patrimonio sociale, laddove invece nelle società di persone sono garantiti anche da quello personale dei soci, cosa che renderebbe il recesso, in queste ultime, un evento complessivamente meno rischioso per le loro ragioni. In tema v. anche quanto osservato *infra*, par. 13. Sul perché il recesso sia ancorato a presupposti di facile verificabilità empirica e sugli inconvenienti dell'opposta tecnica basata su clausole generali v. anche D. GALLETI, *Art. 2437*, cit., 1489 s.

<sup>92</sup> V. anche le più ampie considerazioni svolte *infra*, cap. 5, par. 6.

ghezza dei presupposti per esercitare il recesso e dal fatto, collegato, che in ragione di tale vaghezza non potrebbe escludersi a priori che anche il socio di maggioranza possa avvalersi del rimedio o che ad esso, più in generale, possa ricorrersi in via del tutto scollegata dall'assunzione di decisioni da parte della società (come avverrebbe, ad esempio, qualora alla formula della giusta causa si assegni una valenza di tipo soggettivo, che dia risalto a fatti e circostanze che attengono alla persona del socio)<sup>93</sup>.

Al di fuori dei due casi appena richiamati, tuttavia, non si vede in che modo la previsione di ulteriori cause di recesso possa provocare la paventata turbativa<sup>94</sup>. Al contrario, l'allargamento del campo di applicazione del recesso, ad esempio attraverso l'inclusione di operazioni, come gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione o le fusioni, che spesso si prestano a fini espropriativi, può rivelarsi un utile strumento per offrire protezione rafforzata agli azionisti di minoranza e quindi diminuire il costo del capitale di rischio per la società, a beneficio dello stesso socio di controllo<sup>95</sup>.

### 13. *L'inderogabilità in senso additivo come riflesso della agevole possibilità di alienare la partecipazione sul mercato e come presidio di tutela dei creditori? Critica*

Le attuali scelte del legislatore possono tuttavia trovare giustificazione in altri e più generali argomenti. Uno di questi – il fatto che nelle società quotate il socio abbia già a disposizione adeguate opportunità di *exit* offerte dal mercato – lo abbiamo già incontrato e abbiamo avuto modo di dimostrare che l'uscita attraverso

---

<sup>93</sup> Una tale interpretazione “soggettivistica” del criterio della giusta causa è stata avanzata con riferimento al recesso per giusta causa da società di persone: v. ad es. G. COTTINO, *Diritto societario*, Cedam, Padova, 2011, 149 s.; M. GHIDINI, *Società personali*, Cedam, Padova, 1972, 535. V'è da dire che una tale interpretazione apparirebbe comunque scarsamente giustificata nell'ambito delle società di capitali, ove il vincolo sociale non presenta i profili di marcata “onerosità” propri invece di quello delle società di persone. Torneremo sul punto *infra*, cap. 5, par. 3.

<sup>94</sup> Esprime scetticismo anche S. CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso per “giusta causa” nelle s.p.a. e nella s.r.l.*, in *Riv. dir. comm.*, 4-6/2004, 500, osservando che un effetto di turbativa connesso al troppo facile accesso al recesso può aversi anche nelle società chiuse.

<sup>95</sup> Si è visto infatti (*supra*, par. 11) che il recesso, quando non eliminabile o modificabile in senso peggiorativo *ex post*, può operare come efficace strumento di *credible commitment*: offrire agli investitori di minoranza il diritto di liquidare la propria partecipazione per un prezzo equo in occasione di una data operazione permette al socio di controllo di promettere credibilmente che l'operazione non verrà strutturata in maniera tale da danneggiare gli azionisti di minoranza, consentendogli di ricavare un prezzo più elevato per la vendita delle azioni, nella misura in cui i potenziali investitori ravvisino effettivamente nell'operazione in questione rischi di tipo espropriativo. L'allargamento dello spazio di applicazione del recesso può dunque agire da efficace strumento di *bonding* e segnalazione a vantaggio del socio di controllo.

l'alienazione della partecipazione non ha in alcun modo le proprietà protettive proprie del recesso. Al contrario, si è visto che il fatto che le partecipazioni siano scambiate su un efficiente mercato secondario costituisce garanzia che il socio, attraverso la vendita, otterrà una somma di denaro che rifletterà appieno il pregiudizio subito per effetto della decisione della maggioranza<sup>96</sup>. Ritenere che le attuali limitazioni poste all'autonomia privata in punto di ampliamento delle cause di recesso trovino giustificazione nella possibilità per il socio di alienare la propria partecipazione sul mercato, come ritenuto da alcuni<sup>97</sup>, non appare pertanto convincente.

Vi è però un ulteriore, duplice argomento che potrebbe muoversi a sostegno della scelta di limitare la facoltà di arricchire il catalogo delle cause di recesso nelle società "aperte". Una tradizionale giustificazione contro la possibilità di allargare lo spettro di applicazione del recesso concerne la protezione dei creditori e la tutela dell'interesse generale alla conservazione dell'impresa. È osservazione comune e ampiamente condivisa che sia gli uni che l'altra siano minacciati dalla fuoriuscita di risorse patrimoniali che il recesso, almeno in potenza, comporta<sup>98</sup>. Questa da un lato danneggerebbe i creditori sociali, che nelle società di capitali fanno affidamento esclusivamente sul patrimonio sociale per il soddisfacimento delle loro pretese<sup>99</sup>, dall'altro potrebbe compromettere la migliore prosecuzione dell'attività di impresa<sup>100</sup>, sottraendo risorse alla conduzione degli affari socia-

---

<sup>96</sup> V. *supra*, cap. 2, par. 8.

<sup>97</sup> In questo senso parrebbe ad esempio orientata S. ADDAMO, *Il recesso*, cit., 61, laddove osserva che "il recesso è [strumento di tutela] eccezionale soltanto [...] [nelle società] aperte, ove il disinvestimento attraverso la cessione a terzi della partecipazione è nettamente facilitato".

<sup>98</sup> Cfr. *ex multis* L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria*, cit., 8 (che discorre di "depatrimonializzazione" della società come conseguenza negativa del recesso).

<sup>99</sup> L'idea che il recesso si ponga in conflitto con le ragioni dei creditori era molto diffusa prima della riforma del 2003. Non a caso, la disciplina restrittiva e penalizzante propria del codice del '42 veniva da molti giustificata proprio sulla base della necessità di tutelare i creditori dai rischi posti dal recesso (v. ad es. V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 224). A questo proposito, tuttavia, deve osservarsi che la previgente disciplina, prevedendo che il recesso determinasse l'immediata riduzione del capitale sociale, poneva rischi maggiori per i creditori rispetto al sistema attuale, nel quale la riduzione del capitale è concepita come *extrema ratio* ed è comunque subordinata alla mancata opposizione dei creditori. Cfr. V. DI CATALDO, *op. cit.*, 248. Fra gli autori che si sono occupati della disciplina del recesso post-riforma, esprime un giudizio negativo circa la capacità di questa di offrire adeguata tutela ai creditori V. CALANDRA BUONAURO, *Il recesso*, cit., 304.

<sup>100</sup> Cfr. *ex multis* C. ANGELICI, *La riforma*, cit., 87 (il recesso può pregiudicare "l'efficienza imprenditoriale" della società); M. CERA, *La disciplina del recesso*, cit., 173 (il quale osserva come il recesso rappresenti «un fatto traumatico nello svolgimento dell'attività sociale (d'impresa), che può anche comportare la sua fine [...]»); P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 5 s., 24, il quale sottolinea (p. 5 s.) come la "liquidazione della partecipazione potrebbe comportare un decremento del patrimonio sociale in grado di incidere, in alcuni casi, sulla possibilità di continuare l'attività economica" e come il rischio in questione sia particolarmente pronunciato "per le piccole realtà produt-

li<sup>101</sup> fino a provocare, nei casi estremi, lo scioglimento anticipato della società<sup>102</sup>. Da qui la necessità di realizzare un bilanciamento fra le esigenze sottese al recesso e gli appena richiamati interessi confliggenti<sup>103</sup>, bilanciamento che in chiave di politica legislativa si traduce anche nella scelta di limitare l'autonomia privata nella facoltà di allargare il campo di applicazione del rimedio<sup>104</sup>.

L'obiezione, agevole, che può muoversi ad un simile rilievo è che se è vero che il recesso nuoce agli interessi dei creditori e a quello "generale" alla conservazione dell'impresa, allora non si spiega la scelta del legislatore di consentire all'autonomia privata, nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, la possibilità di ampliare senza limiti di sorta il catalogo di cause di recesso, né quella di prevedere, per quelle fra queste ultime che non prevedono termine di durata, il diritto di recesso *ad nutum* (prerogativa che, come si vedrà meglio più avanti, pone un *vulnus* molto grave alla continuità dell'impresa e agli interessi dei creditori)<sup>105</sup>. Non è dato ravvisare alcuna ragione convincente a supporto dell'idea che il paventato rischio per i creditori e la continuità dell'impresa

---

tive in cui, da una parte, la capitalizzazione è minore e, dall'altra, la percentuale di partecipazione dei singoli soci al capitale è più elevata". Cfr. altresì V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 224, il quale, con riferimento alla disciplina pre-riforma, afferma che il vero obiettivo del legislatore era "dare stabilità, e tendenziale perpetuità, all'investimento, a garanzia [...] del sistema delle imprese. L'idea che il recesso si ponga in contrasto con l'interesse alla conservazione (e allo sviluppo) dell'impresa (e soprattutto della grande impresa azionaria) è ben presente già negli scritti dello Scialoja. V.A. SCIALOJA, *La lunga storia di una breve legge*, in ID., *Saggi di vario diritto*, vol. II, Soc. ed. Foro it., Roma, 1928, 444.

<sup>101</sup> V. già B. MANNING, *The Shareholder's Appraisal Remedy*, cit., 234.

<sup>102</sup> Discorre di "virtualità «disgregative» dell'istituto" D. GALLETI, *Art. 2373*, cit., 1483.

<sup>103</sup> V., ad es., P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 24 ("l'obiettivo del socio di monetizzare l'investimento [...] [attraverso il recesso] deve essere temperato [...] con la tutela delle posizioni dei terzi (creditori e contraenti che hanno instaurato rapporti con la società)"); M. STELLA RICHTER JR. (-A. PONTECORVI), *Il recesso*, cit., 3 ("qualunque disciplina del recesso si intenda legislativamente adottare [...], essa ci pone sempre e necessariamente al cospetto di due opposti interessi, che, comunque, devono essere tenuti presenti e, in qualche misura, temperati: da un lato, l'interesse del socio che recede alla massimizzazione del valore della liquidazione della sua quota di partecipazione [...]; dall'altro, quello dell'impresa sociale (e quindi anche sotto certi riguardi dei suoi creditori) alla conservazione del patrimonio della società in funzione della prosecuzione di una attività produttiva").

<sup>104</sup> In chiave interpretativa, invece, l'appena accennato bilanciamento si traduce nell'esigenza di optare per interpretazioni restrittive del regime del recesso, finalizzate proprio a minimizzare l'incidenza del rimedio. Come osserva P. PISCITELLO, *Riflessioni*, cit., 522, prima della riforma del 2003, proprio l'esigenza di garantire l'integrità del patrimonio sociale era alla base dell'interpretazione restrittiva, alquanto diffusa in dottrina e giurisprudenza, che non ammetteva la previsione di cause convenzionali di recesso e di quella che non consentiva la previsione di criteri convenzionali di recesso maggiormente favorevoli per il socio uscente (ID, *op. cit.*, 524). Il medesimo Autore si esprime altresì in favore di un'interpretazione restrittiva della vigente disciplina, sebbene sulla base di argomenti diversi da quello richiamato nel testo (P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 38 s.).

<sup>105</sup> V. *infra*, cap. 5, par. 6.

sia proprio esclusivamente delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e non anche di quelle “chiuse”.

Ad una tale obiezione, tuttavia, potrebbe risponderci osservando che le appena accennate esigenze di tutela, per quanto in principio comuni a società “aperte” e società “chiuse”, risultano in realtà più pressanti con riferimento alle società del primo tipo, in ragione del coinvolgimento del risparmio diffuso e dell’elevato rilievo economico-sociale di tali società. Questo giustificerebbe la scelta del legislatore in favore di un regime “duale”, che concede ampia libertà all’autonomia privata – con correlativo sacrificio degli interessi dei creditori e di quello alla conservazione dell’impresa – nelle società chiuse, ma pone limiti ad essa con riferimento alle società che fanno ricorso al capitale di rischio. Si rende pertanto necessaria un’analisi più approfondita, volta a comprendere l’esatta incidenza del recesso sugli appena accennati interessi confliggenti, al fine di comprendere se essa risulti effettivamente idonea a giustificare scelte regolamentari restrittive, fra cui quella, ora in esame, di impedire alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di prevedere nuove e ulteriori cause di recesso.

Con riguardo ai creditori sociali, deve in primo luogo osservarsi che l’attuale costruzione normativa dell’istituto è tale da offrire loro ampia protezione<sup>106</sup>. Il recesso può infatti realizzarsi *senza il consenso dei creditori* solo allorché la liquidazione delle azioni o della quota sia effettuata ricorrendo a risorse disponibili (o meglio: non vincolate), come gli utili non distribuiti e le riserve; ricchezza che i soci possono in ogni momento far propria e sulla quale dunque i creditori non possono fare ragionevole affidamento quale garanzia per la soddisfazione delle proprie pretese<sup>107</sup>. Ove invece per liquidare la partecipazione dovesse attingersi al capitale (ossia a risorse poste primariamente a garanzia dei creditori), il creditore ha facoltà di bloccare l’operazione sollevando opposizione davanti al tribunale<sup>108</sup>.

---

<sup>106</sup> V. O. CAGNASSO, *Artt. 2473-2473 bis*, cit., 1845 (“[non vengono in considerazione limiti nel delineare casi di recesso convenzionale motivati dall’esigenza di tutelare i creditori sociali: infatti le modalità di pagamento della quota di liquidazione [...] sono tali da evitare pregiudizi per i creditori”); G. MARASÀ, *Commento*, cit., 804 s.; M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione*, cit., 361, secondo il quale la tutela dei creditori sociali “è affidata più alle modalità di rimborso delle azioni che alla limitazione delle ipotesi di recesso e alle condizioni economiche dell’*exit* [come avveniva invece prima della riforma: n.d.a.]”.

<sup>107</sup> V. sul punto N. CIOCCA, *Il recesso*, cit., 181, la quale, in linea con quanto osservato nel testo, sottolinea che il fatto che il rimborso del socio avvenga attraverso utili non distribuiti e riserve disponibili costituisce “un rischio che i creditori corrono senza rimedi ogni volta che l’assemblea delibera l’assegnazione di utili o riserve”.

<sup>108</sup> E v. sul punto G. ZANARONE, *Della società*, cit., 833, per l’osservazione secondo cui la tutela dei creditori sociali nell’ambito del recesso – tutela che, come ricorda l’Autore, è imposta dalla stessa legge delega per la riforma del diritto societario (cfr. l’art. 3, secondo comma, lett. f)) quale limite all’autonomia statutaria – “è stata perseguita dal legislatore delegato attraverso il rimedio dell’opposizione”.

Le ragioni dei creditori – e la natura pozioire delle loro pretese rispetto a quelle dei soci – risultano pertanto pienamente confermate (e rafforzate) dalle norme sul recesso.

Grazie all'attuale costruzione dell'istituto, i rischi per i creditori risultano circoscritti al caso in cui essi non si avvedano dell'operazione di riduzione del capitale – ma qui, oltre ad essere ravvisabile un'ovvia negligenza da parte loro, il rischio non è diverso da quello posto alle loro ragioni da una riduzione volontaria di capitale e dalle altre operazioni con effetti simili che prevedono l'opposizione dei creditori – e a quello in cui lo scioglimento della società che consegue all'accoglimento dell'opposizione da parte del tribunale danneggia il ceto creditorio, poiché la liquidazione anticipata della società non permette di soddisfarne per intero le pretese<sup>109</sup>. Torneremo sul punto più avanti, allorché ci occuperemo del recesso *ad nutum*, riguardo al quale questo tipo di problema si pone in maniera particolarmente accentuata.<sup>110</sup> Con riguardo alle ordinarie ipotesi di recesso “della minoranza”, valgano le seguenti osservazioni: in primo luogo, non è irragionevole ritenere che qualora lo scioglimento che conseguirebbe all'accoglimento dell'opposizione possa effettivamente arrecare danno al ceto creditorio, tipicamente perché la società è in grado di pagare i propri debiti solo con i propri flussi di cassa ma non attraverso la liquidazione del proprio patrimonio, il giudice sarebbe tenuto a rigettare l'opposizione e consentire il recesso anche ove questo determini un si-

---

<sup>109</sup> V. sul punto V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 307, il quale osserva che “l'eventualità dello scioglimento [...] non rappresenta per il creditore una prospettiva rassicurante”. Critico verso la previsione dello scioglimento ad esito della vittoriosa opposizione dei creditori anche A. PACIELLO, *Il diritto*, cit., 433 ss., il quale giudica una tale scelta legislativa “eccessivamente severa” (p. 433) e incapace di offrire ai creditori “una tutela particolarmente efficace” (p. 435), sulla base della condivisibile osservazione che l'interesse di questi è spesso meglio garantito dalla redditività della società (ossia dai suoi profitti futuri, valore che si perde per effetto dello scioglimento), piuttosto che dal suo patrimonio. E v. anche ID., *Art. 2437-quater*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali: commentario*, vol. II, Jovene, Napoli, 2004, 1137, per l'osservazione secondo cui la scelta del legislatore si pone in contrasto con l'obiettivo del legislatore delegante di “favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese”. Il punto verrà ripreso più avanti nel testo e *infra*, par. 14. E v. le analoghe osservazioni di H. HANSMANN-R. KRAAKMAN, *The Essential Role*, cit., 403, i quali correttamente sottolineano che la liquidazione totale o parziale del patrimonio sociale (nella loro analisi causata dal diritto dei creditori personali del socio di ottenere la liquidazione del valore della quota, ma è elemento che non rileva ai fini delle presenti riflessioni) “could destroy some or all of the firm's going concern value, with the result that [...] the net value left to the firm's owners, and available as security for the firm's creditors, might well be reduced”. Esprime perplessità verso la scelta “radicale” di permettere che l'opposizione del creditore possa condurre all'esito di “travolgere l'intera organizzazione, disgregandola” anche da S. CARMIGNANI, *Art. 2437-quater*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, t. II, Giappichelli, Torino, 2003, 897. Sul punto, per un richiamo dei principali pro e contro della scelta del legislatore, v. E. FREGONARA, *Recesso e procedimento per la liquidazione delle azioni e delle quote*, Giuffrè, Milano, 2008, 28 ss.

<sup>110</sup> V. *infra*, cap. 5, par. 3.

gnificativo assottigliamento del capitale e dunque una riduzione della garanzia patrimoniale del creditore istante. Nello scenario appena descritto, infatti, le conseguenze dell'accoglimento dell'opposizione appaiono essere ben più dannose per il ceto creditorio rispetto a quanto non avvenga in conseguenza della riduzione del capitale<sup>111</sup>. Non solo: assumendo che i creditori interessati all'opposizione sono principalmente quelli sforniti di garanzie, appare ragionevole ritenere che essi, una volta messi al corrente delle conseguenze nefaste derivanti dall'accoglimento dell'opposizione, maturerebbero un forte interesse a rinunciarvi.

In secondo luogo, deve osservarsi che la maggioranza conserva sempre la facoltà di paralizzare il recesso attraverso la revoca della delibera. Se, com'è ragionevole presumere, essa è consapevole che, in ragione della particolare condizione economico-finanziaria sua propria e della società, la liquidazione del recedente potrà avvenire solo attraverso la riduzione del capitale e questa, in ragione della probabile opposizione dei creditori, condurrà ad uno scioglimento anticipato dannoso per gli stessi soci superstiti, dovrebbe ragionevolmente optare per la revoca della delibera, con vantaggio anche per i creditori<sup>112</sup>.

Infine – ed è probabilmente l'argomento decisivo –, non deve dimenticarsi che lo scioglimento anticipato della società, anche se dannoso per i creditori, rientra pur sempre nelle libere prerogative dei soci, che possono deciderlo in ogni momento, ragion per cui il creditore non può fare ragionevole affidamento sul fatto che la società duri fino a scadenza o che lo scioglimento sia sempre anche nel pieno interesse del ceto creditorio<sup>113</sup>. Da questo punto di vista, i creditori possono contare esclusivamente sugli *incentivi* dei soci: questi ultimi, infatti, non dovrebbero avere interesse a decidere uno scioglimento anticipato che distrugga valore, determinando la disgregazione di un organismo produttivo che risulta capace di stare sul mercato e generare profitti, dal momento che una decisione di questo tipo recherebbe danno prima di tutto a loro stessi, azzerando il valore della quota di liquidazione spettante a ciascuno di essi<sup>114</sup>.

---

<sup>111</sup> In altre parole, può non essere irragionevole ritenere che il giudice chiamato a pronunciarsi sull'opposizione debba compiere, ai fini del relativo giudizio, una valutazione comparativa del pregiudizio che i creditori subirebbero dall'accoglimento e dal rigetto dell'opposizione. Nello scenario prospettato, il danno derivante dall'accoglimento sarebbe ben maggiore di quello derivante dal rigetto, cosicché il giudice sarebbe tenuto a pronunciarsi in favore di quest'ultimo.

<sup>112</sup> V. sul punto V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 305 (“[n]ella logica del riformatore, la salvaguardia del patrimonio sociale, nella [...] prospettiva [...] di tutela della garanzia generica dei creditori, viene affidata alla possibilità di revoca della deliberazione”); N. CIOCCA, *Il recesso*, cit., 181.

<sup>113</sup> Cfr. sul punto le analoghe osservazioni di G. MARASÀ, *Commento*, cit., 805.

<sup>114</sup> V. anche quanto osservato *infra*, par. 14.

14. Segue: *recesso e interesse alla continuità dell'impresa nelle società aperte: anche in questo caso un falso problema*

Quanto al conflitto fra recesso e interesse alla continuità (o conservazione) dell'impresa, un primo e generale rilievo concerne il "rango" ed il peso concreto di un tale interesse nell'attuale sistema societario. Alla luce dell'odierna concezione contrattualista delle società di capitali, l'esigenza di preservare la continuità dell'impresa non costituisce una valida ragione per limitare l'autonomia privata<sup>115</sup>. Nell'attuale diritto societario non è dato infatti ravvisare alcun interesse dell'impresa "altro" rispetto a quello di coloro – i soci – cui l'impresa fa capo, e sovraordinato rispetto a quest'ultimo. L'impresa societaria è un "affare privato", la cui continuità è nella piena ed esclusiva disponibilità di costoro<sup>116</sup>. Come sottolineato a chiusura del paragrafo che precede, nel nostro ordinamento questo dato trova preciso riscontro nella facoltà dei soci di deliberare in ogni momento lo scioglimento anticipato della società<sup>117</sup>. A ciò si aggiunga che la libertà di cessazione dell'impresa societaria costituisce una delle principali e più immediate articolazioni del generale principio costituzionale di libera iniziativa economica<sup>118</sup>.

Il probabile timore del legislatore, tuttavia, è che l'ampliamento delle cause di recesso possa aumentare il rischio di una disgregazione *non voluta* della società, contro lo stesso interesse dei soci, quale effetto dello "scontro" fra diritto del socio recedente alla liquidazione della partecipazione e diritto dei creditori ad impedirlo, qualora per realizzarlo debba attingersi al capitale. Anche da questa particolare prospettiva, il limite posto all'autonomia privata appare scarsamente giustificato. Non si vede infatti perché mai i soci non dovrebbero essere in grado di anticipare l'appena accennato rischio di disgregazione non voluta (sempre che esso sussista effettivamente, assunto di cui è ragionevole dubitare, come si vedrà a breve) all'atto dell'introduzione delle nuove cause di recesso statutarie. Si noti che la decisione di aumentare le cause di recesso è nelle mani della maggioranza e su di

---

<sup>115</sup> V., *ex multis*, F. D'ALESSANDRO, *La provincia*, cit., 41 ss. (il quale, peraltro, ravvisa proprio nell'attuale regime del recesso l'elemento più significativo a sostegno della tesi richiamata nel testo (p. 42)). Diversamente orientato appare invece G. GRIPPO, *Il recesso*, cit., 146.

<sup>116</sup> V. sul punto G. TANTINI, *Le modificazioni*, cit., 162 s., il quale, esprimendo efficacemente il pensiero di molti, afferma, proprio con riferimento al contrasto fra recesso e "interesse pubblico alla continuità ed integrità dell'ente [societario]", che "[non] si possa dare rilievo così determinante ad un [tale] interesse [...], dato che la società è essenzialmente strumento dei soci per lo svolgimento di un'attività economica e che a questa impostazione fondamentalmente privatistica del diritto societario tutto il sistema delle norme è improntato [...]".

<sup>117</sup> Cfr. sul punto G. MARASÀ, *Commento*, cit., 786.

<sup>118</sup> Il principio in questione è infatti comunemente interpretato come comprensivo tanto della libertà di avviare una nuova impresa quanto di quella, speculare, di cessarla, in entrambi i casi nell'esclusivo interesse personale del titolare dell'iniziativa. V. per tutti F. GALGANO, *Diritto commerciale*, vol. II, *Le società*, XVIII ed., Zanichelli, Bologna, 2013, 85.

essa ricadono le ipotizzate conseguenze negative dell'ampiamiento dell'ambito di applicazione del recesso. Evidentemente, se la maggioranza ritiene opportuno ampliare il catalogo di cause di recesso è perché ritiene che i benefici (ad esempio in termini di minor costo del capitale)<sup>119</sup> superino i costi. Non vi è ragione plausibile per ritenere che essa non sia capace di curare adeguatamente i propri interessi attraverso l'esercizio dell'autonomia privata. Inoltre, in ragione del fatto, già sottolineato, che essa internalizza appieno i costi di eventuali decisioni scorrette (si è visto, a chiusura del paragrafo che precede, che il pregiudizio derivante da una tale ipotizzata disgregazione "non voluta" ricade primariamente sui soci, che vedrebbero la propria quota di liquidazione decurtata o, nei casi più gravi, azzerata), non vi nemmeno alcuna plausibile ragione per ritenere che possa adottare decisioni inefficienti.

Peraltro, l'attuale disciplina contribuisce ad attenuare notevolmente gli effetti negativi di un'ipotetica poco meditata decisione di ampliare oltre misura il perimetro del recesso. Sappiamo infatti che il rischio di scioglimento involontario della società è mitigato dalla possibilità di eliminare o attutire le conseguenze negative del recesso sul patrimonio sociale attraverso la vendita delle azioni del recedente a terzi o il loro acquisto da parte della maggioranza<sup>120</sup>, nonché, soprattutto, dalla possibilità per quest'ultima di revocare la delibera da cui origina il recesso<sup>121</sup>. Diversamente che in passato, quindi, il recesso non determina alcun automatico e irreversibile depauperamento del patrimonio sociale<sup>122</sup>, poiché la società (la maggioranza) ha sempre il potere di impedire che questo avvenga<sup>123</sup> attraverso la revoca della delibera che legittima il recesso<sup>124</sup>.

---

<sup>119</sup> V. in particolare quanto osservato *supra*, nt. 95 e testo corrispondente.

<sup>120</sup> Così stabiliscono infatti le più volte richiamate regole che governano il procedimento di liquidazione, le quali prevedono che prima di attingere alle risorse presenti nel proprio patrimonio, la società ha la facoltà (*rectius*: l'obbligo) di adempiere all'obbligo di liquidazione attraverso risorse di terzi: quelle dei soci, cui la partecipazione del socio recedente è offerta in opzione, e quelle degli investitori, cui la stessa può, in subordine, essere ceduta. Osserva a questo proposito P. PISCITELLO, *Riflessioni*, cit., 526, sintetizzando il pensiero di molti, che l'obiettivo è quello di "attuare i diritti del socio uscente mantenendo integro il patrimonio della società".

<sup>121</sup> Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 305 ("[n]ella logica del riformatore, la salvaguardia del patrimonio sociale [...] viene affidata alla possibilità di revoca della deliberazione che legittima il recesso").

<sup>122</sup> In questo senso S. ADDAMO, *Il diritto di recesso*, cit., 8 s.; C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 179 s.

<sup>123</sup> E v. sul punto G. MARASÀ, *Commento*, cit., 795 (il quale, a conclusione dell'analisi delle regole che governano la liquidazione del socio, afferma che "[è], in definitiva, la maggioranza ad avere l'ultima parola e a rimanere arbitra della conservazione del patrimonio sociale e della valutazione delle risorse necessarie alla prosecuzione dell'attività sociale").

<sup>124</sup> Si è osservato (*supra*, cap. 2, ntt. 18 e 19 e testo corrispondente) che alcune cause di recesso, concernenti essenzialmente l'ambito dei gruppi, non originano da deliberazioni ma bensì da fatti

Né varrebbe obiettare, come pure si è fatto, che il recesso pregiudicherebbe la continuità dell'impresa su un piano indiretto, limitando la libertà d'azione della maggioranza. È stato osservato che la continuità dell'impresa è minacciata non dal rischio di scioglimento involontario cui si è finora fatto riferimento – rischio che, come appena visto, è agevolmente scongiurabile dalla maggioranza con la revoca della delibera o altre tecniche –, ma dal fatto che il recesso, per i costi che impone alla maggioranza, se riconosciuto con eccessiva generosità finirebbe per precludere troppo spesso a quest'ultima la realizzazione di operazioni che accrescono l'efficienza e la competitività dell'impresa<sup>125</sup>, compromettendone nel lungo periodo la capacità di stare sul mercato. Abbiamo ampiamente dimostrato, tuttavia, che il rischio che il recesso ostacoli le operazioni creatrici di valore è limitato nelle società aperte (quelle cui l'allargamento statutario dell'ambito di applicazione del recesso è oggi precluso)<sup>126</sup>. A quest'ultimo proposito, è forse opportuno

---

diversi (comunque riconducibili alla volontà del socio di controllo). Le riflessioni compiute nel testo rendono ragionevole ritenere che la facoltà di revoca e conseguente paralisi del recesso si estenda anche a tali decisioni di tipo non assembleare. D'altro canto, venuto meno il fatto che è causa della decisione di recesso del socio, viene meno ogni interesse di quest'ultimo all'esercizio di una tale prerogativa. Ipotizza la possibilità di estendere la facoltà di revoca oltre il perimetro naturale rappresentato dalle deliberazioni assembleari V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 305. In questo senso si esprime anche M. BIONE, *Informazione ed exit*, cit., 213 s. Cfr. anche N. CIOCCA, *Il recesso*, cit., 205, la quale ipotizza la possibilità di neutralizzare il recesso che deriva da un fatto diverso da una deliberazione “tramite una apposita attività decisoria [...] che elid[a] la diversa causa di recesso”, sottolineando altresì che una tale facoltà è soggetta al limite costituito dal “carattere irreversibile del fatto causa di recesso”.

<sup>125</sup> In questo senso v. V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 307, il quale sottolinea che “[...] la difficoltà di fare fronte all'onere del rimborso unita al rischio che si pervenga allo scioglimento della società finisce con l'attribuire al socio di minoranza un notevole potere di condizionamento delle decisioni della maggioranza. Gli altri soci, infatti, al fine di evitare le conseguenze del recesso, saranno indotti a ricercare il suo consenso o a rinunciare al compimento di determinate operazioni societarie, con possibili effetti negativi sull'efficienza dell'impresa [...]”; F. GALGANO, *La società per azioni*, cit., 367, il quale spiega “la ragione del rigoroso limite legislativamente posto al diritto di recesso” con la volontà di “evitare che il depauperamento del patrimonio sociale, conseguente al rimborso delle azioni dei soci recedenti, costituisca una remora alle modificazioni dell'atto costitutivo e impedisca in tal modo quell'adeguamento del contratto sociale alle esigenze dell'impresa cui la modificabilità a maggioranza dell'atto costitutivo è [...] preordinata”; G. GRIPPO, *Il recesso*, cit., 146, secondo cui un troppo ampio riconoscimento della facoltà di recesso indebolirebbe “la regola della modificabilità a maggioranza dell'atto costitutivo, tesa – com'è noto – a realizzare un'esigenza di prontezza e di speditezza nell'adeguamento dell'assetto societario alle mutevoli condizioni del mercato e dell'impresa”. Minimizza invece la portata di questi rischi A. PACIELLO, *Il diritto*, cit., 420, laddove osserva che “affidare la protezione delle «minoranze» alla contrattazione interna [favorita dalla possibilità di ricorrere al recesso], ritenuta idonea ad assicurare un più elevato tasso di democrazia, ma che punta soprattutto sull'effetto deterrente di un esborso finanziario di rilevante entità che i soci di maggioranza sono per primi chiamati a sopportare [...] si risolve in un meccanismo che facilita l'azione societaria, più che condizionare realmente quella contrattazione”.

<sup>126</sup> Da un lato, infatti, se l'operazione è effettivamente efficiente ed è strutturata in modo da non

ribadire quanto già affermato nelle pagine immediatamente precedenti: deve evitarsi di cadere nell'equivoco secondo cui porre vincoli e ostacoli alla capacità decisionale della maggioranza sia un male in sé, perché riduce la capacità decisionale della società. Le decisioni della maggioranza, infatti, non sono sempre e comunque "buone" decisioni (ossia decisioni efficienti e non dannose per la minoranza). Ciò che conta, pertanto, non è la facilità deliberativa in sé considerata, quanto la "qualità" delle decisioni adottate.

In conclusione, ravvisare il fondamento della scelta legislativa di impedire l'ampliamento delle cause di recesso nelle società aperte nell'esigenza di proteggere l'impresa dai presunti effetti disgregativi del recesso appare largamente infondato. La motivazione in ultima analisi più plausibile di tale scelta è quella di un'applicazione "meccanica" e scarsamente meditata della già ricordata generale direttiva della legge delega secondo cui lo spazio riservato all'autonomia privata nel sistema delle società di capitali deve essere inversamente proporzionale al grado di apertura della società al mercato<sup>127</sup>; direttiva che – lo si è già accennato – trova il proprio fondamento nelle più pressanti esigenze di tutela degli investitori di minoranza che connotano queste società<sup>128</sup> ma che, per quanto appena osservato, appare ingiustificata con riferimento alla possibilità di accrescere statutariamente il numero di cause di recesso nelle società aperte<sup>129</sup>.

---

arrecare danno ai soci di minoranza (come quando il *surplus* da essa generato si distribuisce *pro rata* fra tutti i soci), gli azionisti di minoranza non hanno interesse a recedere, poiché riceverebbero usualmente una somma di denaro inferiore al valore di mercato delle loro azioni. Dall'altro, il recesso non si presta ad utilizzi opportunistici, data la possibilità, grazie ai bassi costi di transazione legati all'elevata liquidità delle partecipazioni, di sostituire agilmente il recedente con nuovi soci subentranti. V. *supra*, cap. 2, par. 15 e 16.

<sup>127</sup> V. *supra*, cap. 2, nt. 30.

<sup>128</sup> V. *supra*, cap. 2, nt. 30.

<sup>129</sup> Può essere utile osservare, a ulteriore conforto della tesi qui propugnata, che la scelta di ampliare le cause di recesso è una scelta di tipico *favor* verso le minoranze azionarie (e dunque gli "investitori"), che, in una società quotata, ha la medesima valenza di un'eventuale scelta statutaria di abbassamento delle aliquote di capitale richieste per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità, per l'impugnazione delle delibere assembleari o per la denuncia al tribunale *ex art.* 2409; scelte che il legislatore consente espressamente e che, in un'ottica di rafforzamento della tutela della minoranza, non possono che essere ben viste da quest'ultimo. Peraltro, le osservazioni svolte in precedenza (v. *supra*, par. 11) indicano anche che a risultare ingiustificata non è solo la scelta di impedire all'autonomia statutaria l'ampliamento dell'ambito di applicazione del recesso o di altri strumenti di tutela della minoranza, ma, più in generale, qualsiasi deviazione dal modello legale di regolazione dei rapporti fra soci (tanto in direzione del rafforzamento della posizione della minoranza, quanto in direzione del suo indebolimento) che avvenga *ex ante*, in sede di costituzione del rapporto o prima dell'ingresso degli investitori in società (beninteso, in assenza di significative asimmetrie informative ed eternalità: v. *supra*, nt. 74).

## Capitolo 4

### I POSSIBILI CORRETTIVI INTERPRETATIVI, STATUTARI E PARASOCIALI E LE PROSPETTIVE DI RIFORMA

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. Sconti di liquidità e di minoranza a correttivo dei problemi di sovra-compensazione nelle società non quotate? – 3. Valorizzazione del principio di buona fede come correttivo al problema dell'utilizzo opportunistico del recesso nelle società non quotate? – 4. Rimodulazione statutaria del criterio legale del prezzo di mercato nelle società quotate a correttivo dei problemi di sotto-compensazione? – 5. Accordo parasociale di rinuncia preventiva al recesso come soluzione al problema dell'inderogabilità *in peius*? – 6. *Segue*: rinuncia unilaterale preventiva al recesso? – 7. Le prospettive di riforma.

#### 1. Introduzione

Le riflessioni condotte nelle pagine che precedono indicano che l'attuale costruzione normativa del recesso presenta alcune significative criticità. Un primo insieme di problemi concerne i criteri di determinazione del valore di liquidazione. Abbiamo visto come essi producano alcuni effetti di sovra-compensazione (specialmente nelle società non quotate) e sotto-compensazione (specialmente nelle società quotate) che incidono negativamente sulla complessiva funzionalità del rimedio, rendendolo nel primo caso di ostacolo alle operazioni creatrici di valore e nel secondo incapace di offrire piena tutela al socio e quindi, di riflesso, di indirizzare la maggioranza verso un uso corretto del proprio potere. Un secondo e più generale problema concerne poi la rigidità del sistema del recesso, eccessiva sia per ciò che concerne i limiti alle modificazioni *in peius* (attraverso le quali si potrebbero risolvere o alleviare buona parte dei problemi legati all'imperfetto operare dei criteri di liquidazione), sia per ciò che concerne quelle *in melius*.

Sebbene molte delle criticità che si sono evidenziate non possano essere efficacemente eliminate se non attraverso un intervento di riforma del legislatore, alcune di esse possono essere variamente mitigate o corrette attraverso un'interpretazione correttiva delle norme attuali, finalizzata a ridurre o minimizzare l'entità e l'impatto delle appena accennate disfunzioni, ovvero attraverso interventi statutari o il ricorso ad accordi parasociali. Nelle pagine che seguono vedremo quali sono le interpretazioni e gli interventi in questione e quale spazio effettivamente vi sia

per essi alla luce della formulazione delle norme attuali. Questo ci permetterà di individuare con maggiore precisione le aree in cui il sistema odierno necessita di un intervento di riforma.

## 2. Sconti di liquidità e di minoranza a correttivo dei problemi di sovra-compensazione nelle società non quotate?

Si è visto più volte che i criteri legali di liquidazione previsti per le società non quotate, per come comunemente interpretati e applicati, tendono a sovra-compensare il socio, alterando gli incentivi all'utilizzo del recesso (rendendo conveniente recedere anche a fronte di operazioni che accrescono il valore delle azioni o della quota del recedente). Per garantire il corretto operare del rimedio appare dunque necessario introdurre dei correttivi che neutralizzino tali problemi. L'obiettivo è far sì che al recedente venga liquidata una somma di denaro che coincide con quanto costui ricaverebbe dalla vendita della propria partecipazione sul mercato, dedotti i relativi costi di transazione, nel caso in cui la decisione da cui origina il recesso non fosse stata adottata. Si è già visto che una tale somma di denaro, spesso inferiore a quella liquidata sulla base degli ordinari criteri di *fair value*, è quella che garantisce il corretto utilizzo del rimedio, poiché non comporta alcun arricchimento del socio rispetto alla situazione in cui egli si troverebbe in assenza della delibera che legittima il recesso e dunque non induce il socio a recedere quando la deliberazione non riduce il valore della sua partecipazione.

A questo fine, potrebbe ipotizzarsi il riconoscimento, in via interpretativa, di uno sconto di liquidità e di uno sconto di minoranza, in sede di determinazione del valore di liquidazione. L'applicazione di questi sconti consentirebbe di rimodulare al ribasso la determinazione del valore di liquidazione, facendo sì che esso coincida con il valore sopra indicato. Lo sconto di liquidità, più in particolare, dovrebbe riflettere (a) i costi di transazione connessi alla vendita della partecipazione sul mercato e (b) l'ulteriore minusvalenza rappresentata dal minor valore che il terzo acquirente usualmente attribuisce a partecipazioni illiquide, rispetto a partecipazioni in società comparabili ma dotate di titoli liquidi. Lo sconto di minoranza dovrebbe invece riflettere la minusvalenza legata al fatto che la partecipazione si rivela inidonea a conferire alcun significativo potere di influenza sulla conduzione dell'impresa (ed è correlativamente esposta al rischio di estrazione di benefici privati da parte del socio di controllo e altri costi di agenzia).

La maggior parte della dottrina, tuttavia, è contraria al riconoscimento di sconti di liquidità e di minoranza in sede di determinazione del valore di rimborso<sup>1</sup> ed

---

<sup>1</sup> Fra gli aziendalisti v., ad es., M. CARATOZZOLO, *Criteri di valutazione*, parte II, cit., 1344 (ove anche una rassegna dei principali sconti individuati dalla dottrina aziendalistica); P.M. IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Riv. soc.*, 2-3/2005, 479. Una posizione intermedia è

un analogo orientamento esprime la più recente giurisprudenza<sup>2</sup>. Con riferimento agli sconti di minoranza nelle società per azioni non quotate, la tesi negativa si fonda su quattro ordini di rilievi. In primo luogo, la legge impone di determinare il valore *delle azioni* (così stabilisce testualmente l'art. 2437-ter, secondo comma) e dunque di individuare un valore unico per tutti i soci, riferito per l'appunto alla singola azione<sup>3</sup>, che impedisce di dare rilievo alla dimensione della partecipazione del socio e dunque al suo essere di minoranza o di maggioranza<sup>4</sup>.

D'altro canto – e qui risiede il secondo argomento –, una tale determinazione deve essere compiuta in un momento in cui non è ancora possibile conoscere l'identità dei recedenti e il numero di azioni per le quali la prerogativa è esercitata. L'attuale disciplina prevede infatti che il valore di liquidazione sia stabilito dagli amministratori prima dell'assemblea chiamata ad approvare la deliberazione da cui origina il diritto di recesso, cosicché esso possa essere portato a conoscenza

---

espressa da M. REBOA, *Criteri di stima*, cit., 920 ss., il quale ritiene non applicabili gli sconti di liquidità ed applicabili gli sconti di minoranza. Fra i giuristi v. invece, *ex multis*, G.V. CALIFANO, *Il recesso*, cit., 106 ss.; C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 157 s.; C. LIMATOLA, *Valutazione delle azioni*, cit., 765 (limitatamente però allo sconto di minoranza); G.B. PORTALE-A. DACCÒ, *Criteri e modalità «penalizzanti» per il recesso del socio di minoranza nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 1/2009, 27; M. ROSSI, *Sulla valutazione delle azioni in caso di recesso*, in *Corr. giur.*, 11/2013, 1415 ss. Gli autori appena citati escludono altresì usualmente la possibilità di riconoscere eventuali premi di maggioranza (v., ad es., M. CARATTOZZOLO, *Criteri di valutazione*, parte II, cit., 1344; P.M. IOVENITTI, *Il nuovo diritto di recesso*, cit., 478 s.): il caso, tuttavia, è più ipotetico che reale, dal momento che, come visto più volte, la deliberazione da cui sorge il recesso è usualmente riconducibile proprio al socio di maggioranza, al quale è pertanto precluso recedere in ragione del voto favorevole espresso. L'unico caso, raro, in cui può immaginarsi un recesso del socio di controllo e può quindi effettivamente porsi il problema del riconoscimento di un premio di maggioranza in sede di liquidazione delle azioni è nelle società in cui vi è un socio di controllo “di fatto”, titolare di un pacchetto di azioni che gli conferisce meno della metà dei diritti di voto, il quale vota contro una proposta di deliberazione a cui è associato il recesso che viene però approvata per il massiccio e unanime voto favorevole dell'insieme dei soci di minoranza. Nell'ambito delle società quotate si è assistito più di una volta ad assemblee in cui l'azionista di riferimento viene “sconfitto” dal voto espresso dagli investitori di minoranza. È molto difficile, tuttavia, che questo possa avvenire con riferimento a deliberazioni per le quali è previsto il recesso, in primo luogo perché esse sono soggette alla maggioranza qualificata dei due terzi e il pacchetto di voti in possesso del socio di riferimento è usualmente ampio a sufficienza da garantirgli il potere di bloccare l'adozione della delibera, in secondo luogo perché è improbabile che il consiglio di amministrazione, usualmente espressione del socio di maggioranza relativa, porti in assemblea proposte di deliberazione invise al primo.

<sup>2</sup> V., da ultimo, Trib. Roma, 8 giugno 2021, in *Banca borsa tit. cred.*, 5/2023, II, 745 ss., con nota di C. LIMATOLA, *Valutazione delle azioni*, cit., che smentisce la posizione di apertura precedentemente espressa in Trib. Roma, 5 marzo 2013, in *Riv. dir. comm.*, 3/2013, 343 ss., con nota di A. PACIELLO, *Recesso da s.p.a., premio di maggioranza e sconto di minoranza*.

<sup>3</sup> Così, *ex multis*, DE NOVA, *Il diritto*, cit., 335.

<sup>4</sup> P.M. IOVENITTI, *Il nuovo diritto*, cit., 478; D. FICO, *Il diritto di recesso*, cit., 63; M. ROSSI, *Sulla valutazione delle azioni*, cit., 1417.

dei soci in vista di quella<sup>5</sup>. Una tale determinazione “preventiva” del prezzo di rimborso, effettuata ad uno stadio in cui non è ancora noto chi effettivamente eserciterà il recesso e per quante azioni (né, più a monte, se effettivamente vi sarà diritto di recesso, non essendo ancora certo se la delibera che ne è causa verrà adottata), impone di individuare un valore unico per tutti i soci, calcolato con riferimento alla singola azione e non al “pacchetto” detenuto dal singolo socio, impedendo di riconoscere sconti (o premi) legati alla dimensione della partecipazione e al suo peso concreto in società<sup>6</sup>.

In terzo luogo, l'applicazione di tali sconti sarebbe incompatibile con la facoltà di recedere solo per parte delle azioni possedute<sup>7</sup>: anche il recesso parziale, infatti, impone che il valore di rimborso sia unitario e calcolato in astratto con riferimento all'azione e non “in concreto” con riguardo alla partecipazione del singolo recedente. A ragionare diversamente, la somma liquidata al socio dovrebbe variare sulla base del numero di azioni per le quali viene esercitato il recesso<sup>8</sup>.

Infine, il riconoscimento di uno sconto di minoranza si porrebbe in conflitto con il generale principio di parità di trattamento, che impone agli organi sociali di non porre in essere ingiustificate discriminazioni fra i soci<sup>9</sup>.

Con specifico riguardo alla possibilità di riconoscere uno sconto di liquidità, si osserva che la disciplina del recesso assicura in ogni caso al socio la liquidazione della propria partecipazione, per cui sarebbe incoerente applicare uno sconto che rifletta la difficoltà di alienare la partecipazione sul mercato<sup>10</sup>.

Per ciò che concerne la s.r.l., a militare contro il riconoscimento di sconti di

<sup>5</sup> V. l'art. 2437-ter, quinto comma, il quale stabilisce che una tale determinazione debba essere effettuata e portata a conoscenza dei soci nei quindici giorni precedenti la data fissata per l'assemblea, prevedendo altresì il diritto di ciascun socio di prendere visione e ottenere copia della relativa documentazione. Come osservato da M. BIONE, *Informazione ed exit*, cit., 210, la norma ha lo scopo di “assegnare al socio un congruo *spatium deliberandi* per valutare con cognizione di causa il rapporto costi/benefici tra il votare a favore della delibera, con ciò rinunciando alle possibilità di *exit*, oppure non concorrere alla sua approvazione e così poter beneficiare della possibilità di recedere”.

<sup>6</sup> In questo senso v. spec. M. CARATTOZZOLO, *Criteri di valutazione*, parte II, cit., 1344; M. ROSI, *Sulla valutazione delle azioni*, cit., 1417 s., il quale esclude altresì che gli amministratori possano aggirare l'ostacolo stabilendo in via preventiva lo sconto da applicare al valore unitario “teorico” dell'azione per il caso in cui a recedere sia (com'è praticamente per definizione) un socio di minoranza, come invece suggerito più avanti nel testo.

<sup>7</sup> P.M. IOVENITTI, *Il nuovo diritto*, cit., 478 (con riferimento allo sconto di minoranza).

<sup>8</sup> Similmente, si è osservato che l'obbligo degli amministratori di offrire le azioni del recedente agli altri soci *pro quota* impedisce il riconoscimento di premi o sconti, poiché impone il frazionamento del pacchetto posseduto dal recedente: v. G.V. CALIFANO, *Il recesso*, cit., 106 s.; A PACIELLO, *Recesso da s.p.a., premio di maggioranza e sconto di minoranza*, cit., 373 s.

<sup>9</sup> Sul punto v. M. VENTORUZZO, *I criteri*, cit., 405, in nota (che esclude tuttavia tale contrasto).

<sup>10</sup> M. CARATTOZZOLO, *Criteri*, cit., 1344; P.M. IOVENITTI, *Il nuovo diritto*, cit., 479.

qualsivoglia tipo sta principalmente il dato testuale. Questo, come già visto, richiede che la determinazione del prezzo di rimborso avvenga “in proporzione del [valore del] patrimonio sociale” (a sua volta determinato con riferimento al suo “valore di mercato”)<sup>11</sup> e, dunque, secondo una metodologia che, assumendo a esclusivo punto di riferimento il patrimonio della società, impedisce di dare rilievo a elementi che attengono in via specifica ed esclusiva alla singola partecipazione, come il grado di liquidità o la sua dimensione e peso rispetto alle partecipazioni possedute dagli altri soci<sup>12</sup>.

A soluzioni non diverse si perviene riguardo alla possibilità di introdurre i menzionati sconti per via statutaria, sfruttando la flessibilità concessa dalle regole attuali. Come già ricordato, la disciplina delle società per azioni non quotate prevede la possibilità per lo statuto di “stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione”<sup>13</sup>. Questa facoltà, tuttavia, è generalmente interpretata in senso restrittivo. Si ritiene che l’autonomia privata possa precisare i criteri di liquidazione legali per adattarli alle specificità della singola società, così da pervenire ad una più accurata individuazione del valore della partecipazione<sup>14</sup>. Non è

---

<sup>11</sup> V. art. 2473, terzo comma. Il riferimento al valore di mercato è usualmente inteso nel senso che il patrimonio sociale deve essere valutato come *going concern*, ossia come complesso produttivo il cui orizzonte è la prosecuzione dell’attività e non la liquidazione: v., ad es., V. CARIDI, *Recesso libero*, cit., 682 (“alla luce dei criteri normativi di valutazione della quota, al recedente è oggi riconosciuto un valore corrispondente ad una frazione del valore complessivo della società in funzionamento”); M. CALLEGARI, *Il recesso*, cit., 251 (secondo cui il valore di liquidazione nella s.r.l. deve essere calcolato come porzione del valore del patrimonio sociale, a sua volta stabilito sulla base del suo valore di mercato); C. FRIGENI, *Partecipazione*, cit., 174, il quale individua il valore della partecipazione del socio nella “frazione del valore complessivo della società corrispondente alla percentuale di capitale che detiene”; S. MASTURZI, *Riflessi finanziari*, cit., 133 (secondo cui gli attuali criteri (ed in particolare il riferimento alle “prospettive reddituali” contenuto all’art. 2437-ter, secondo comma) “allud[ono] [...] a regole di valorizzazione del patrimonio sociale che presuppongono la continuazione dell’attività di impresa e, quindi, a criteri di funzionamento”).

<sup>12</sup> V. sul punto C. FRIGENI, *Il diritto di recesso*, in C. IBBA-G. MARASÀ, *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Giuffrè, Milano, 2020, 1101; ID., *Spunti interpretativi dalla recente giurisprudenza in tema di recesso nelle società di capitali*, in M. CERA-P.F. MONDINI-G. PRESTI (a cura di), *La riforma del diritto societario nella «giurisprudenza delle imprese»*, Atti del convegno di Milano, 26 novembre 2015, Giuffrè, Milano, 2017, 195. In giurisprudenza v. ad es. Trib. Roma, 20 aprile 2015, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 767 ss., con nota di C. PASQUARIELLO, *Liquidazione della quota al socio recedente*, cit., la quale, conformemente a quanto osservato nel testo, sottolinea che nella s.r.l. “ci si imbatte in un dettato normativo non ugualmente permissivo rispetto alla corrispondente norma nelle s.p.a.” (p. 788); G.B. PORTALE-A. DACCÒ, *Criteri e modalità «penalizzanti»*, cit., 28.

<sup>13</sup> Più precisamente, l’art. 2437-ter, quarto comma, stabilisce che “[l]o 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”.

<sup>14</sup> V., ad es., G.V. CALIFANO, *Il recesso*, cit., 112 ss.; V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 237 (seb-

invece ritenuto ammissibile introdurre criteri convenzionali peggiorativi, che conducano all'individuazione di un valore di liquidazione sistematicamente inferiore al valore reale o effettivo delle azioni o della quota<sup>15</sup>, e la previsione di criteri statutari che prevedano l'applicazione di sconti di liquidità o minoranza è spesso considerata (coerentemente con la premessa – per la verità discutibile, per le ragioni che si sono dette – che il valore reale o effettivo non incorpori questi elementi) come appartenente a questo secondo tipo di interventi<sup>16</sup>.

La disciplina del recesso nella s.r.l. non contempla invece la possibilità di prevedere criteri di liquidazione convenzionali che derogino al criterio legale. Anche in questo caso, tuttavia, le posizioni della dottrina non si discostano nella sostanza da quelle espresse con riferimento alla derogabilità dei criteri di liquidazione della società per azioni. L'omissione, infatti, è spesso interpretata come indice di radicale inderogabilità del criterio legale (almeno per ciò che concerne le ipotesi legali inderogabili)<sup>17</sup> e la maggior parte di coloro che non condividono questa conclusione ritiene comunque che l'autonomia privata, per quanto legittimata ad intervenire sui criteri legali, non abbia la facoltà (anche in questo caso soprattutto con riferimento alle ipotesi di recesso inderogabili) di modificarli *in peius*<sup>18</sup>.

---

bene l'A. si dichiari poi favorevole al riconoscimento di premi o sconti di minoranza); M. CIAN, *La liquidazione della quota*, cit., 306; M. REBOA, *Criteri di stima*, 919 s., il quale sottolinea altresì come scopo degli eventuali criteri convenzionali possa essere quello di ridurre la discrezionalità della stima.

<sup>15</sup> V., *ex multis*, V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 237; M. CIAN, *La liquidazione della quota*, cit., 305 (facendo leva su quanto disposto dall'art. 2437, sesto comma); MARASÀ, *Commento*, cit., 797; M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 104. *Contra*, tuttavia, S. CARMIGNANI, *Art. 2437-ter*, cit., 891; G.A.M. TRIMARCHI, *Autonomia privata e recesso dalle società di capitali. Seconda parte*, in *Notariato*, 3/2017, 245 s. Una maggiore apertura è riscontrabile con riferimento alle cause di recesso derogabili o statutarie, rispetto alle quali non pochi autori (V. CALANDRA BUONAU-RA, *Il recesso*, cit., 314; M. CIAN, *La liquidazione della quota*, cit., 307 s.; G. DE NOVA, *Il diritto*, cit., 335; M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 104 ss.) ammettono la legittimità di criteri di valutazione peggiorativi o penalizzanti. Ma v. sul punto le osservazioni critiche di V. DI CATALDO, *op. cit.*, 237.

<sup>16</sup> V. M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 104 ss., i quali, coerentemente con la loro ricostruzione, riconoscono l'ammissibilità di questo tipo di clausole solo con riferimento alle cause di recesso derogabili o statutarie. Si esprimono invece in favore dell'ammissibilità di criteri di liquidazione statutari che applichino sconti di minoranza (e premi di maggioranza) V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 237; G.A.M. TRIMARCHI, *Autonomia privata*, cit., 248, 249.

<sup>17</sup> V. ad es. N. CIOCCA, *Il recesso*, cit., 215; C. FRIGENI, *Il diritto di recesso*, cit., 1102 s.; S. GUIZZARDI, *Il recesso*, cit., 252; P. REVIGLIONE, *Il recesso*, cit., 392 ss. In giurisprudenza v. Trib. Milano, 25 gennaio 2018, in *Giur. it.*, 5/2019, 1134 ss., con nota di S. LUONI-M. CAVANNA, *Spunti in tema di abuso di maggioranza, recesso e aumento di capitale nelle s.r.l.*

<sup>18</sup> Cfr. G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 830 ss.; G.B. PORTALE-A. DACCÒ, *Criteri e modalità «penalizzanti»*, cit., 27; M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione*, cit., 241 ss. (per l'idea, affine nella sostanza, che i criteri convenzionali possano essere solo

In realtà, la tesi dell'inammissibilità degli sconti di minoranza e liquidità può essere messa in discussione. Vi sono infatti una serie di elementi che supportano l'opposta conclusione in favore della possibilità di riconoscerne l'applicazione.

Quanto alle società per azioni non quotate, l'esplicita menzione dell'"eventuale valore di mercato delle azioni" come uno degli elementi su cui basare la determinazione del valore di liquidazione offre un significativo appiglio all'idea che il valore ricavato in applicazione dei primi due criteri menzionati dall'art. 2437-ter ("consistenza patrimoniale" e "prospettive reddituali" della società) possa essere rivisto al ribasso alla luce di elementi quali la scarsa liquidità del titolo o il fatto che le azioni del recedente rappresentino una partecipazione di minoranza<sup>19</sup>.

Nemmeno la necessità di stabilire il valore di rimborso con riferimento alla singola azione invece che alla partecipazione del singolo socio, e di farlo ad uno stadio in cui vi è incertezza circa l'effettivo numero di recessi e l'identità di coloro che eserciteranno la prerogativa, offre un argomento decisivo contro il riconoscimento degli sconti in esame. Quanto allo sconto di liquidità, esso rappresenta un elemento comune a tutte le partecipazioni sociali, essendo legato all'inesistenza di un attivo mercato secondario delle partecipazioni, e può dunque essere ap-

---

integrativi o specificativi del parametro legale ma che non possano derogare ad esso *in peius*, ad esempio prevedendo una liquidazione della quota a valori di bilancio); M. CALLEGARI, *Il recesso*, cit., 254 (la quale ritiene che l'autonomia statutaria possa variamente integrare il criterio legale "con quegli elementi normalmente adottati in caso di compravendita della quota", ma non possa spingersi fino all'eliminazione del riferimento al valore di mercato). V. anche cap. 3, nt. 47. Un'eccezione è rappresentata da M. SPERANZIN, *Criteri di liquidazione*, cit., 896, il quale sostiene la legittimità di criteri di liquidazione convenzionali peggiorativi rispetto al criterio legale, che "determin[ino] anche una liquidazione inferiore al valore reale o effettivo", sulla base della premessa che essi devono comunque ricevere l'espresso consenso del socio e precisando altresì che tali criteri alternativi non devono condurre all'individuazione di un prezzo di rimborso inferiore al valore contabile, "ossia pari alla quota del patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio di esercizio o da una situazione patrimoniale infrannuale", e che al socio deve essere accordata la facoltà di richiedere in via giudiziale l'adeguamento del valore di liquidazione "[q]ualora, per successive circostanze, si crei una grossa sproporzione tra il valore convenzionale e quello reale"; G.V. CALIFANO, *Il recesso*, cit., 118, il quale ritiene che l'autonomia privata abbia esclusivamente la facoltà di adattare il criterio legale alle specificità della società con il fine di pervenire ad una più precisa individuazione del valore reale della quota; I. DEMURO, *Il recesso*, cit., 189, secondo il quale "il rispetto del principio di buona fede [...] non consentirà l'introduzione di criteri di valutazione che non siano *ragionevolmente* compatibili con gli interessi tutelati" [ossia garantire al socio una somma di denaro che rifletta l'effettivo valore della partecipazione: n.d.a.].

<sup>19</sup> In questo senso anche V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 235, il quale, sulla base del medesimo argomento, ammette la possibilità (e finanche l'obbligo) di riconoscere sconti o premi legati alla dimensione della partecipazione, osservando altresì che dovendosi riconoscere al socio il valore effettivo della sua partecipazione, "non si vede perché egli dovrebbe ricevere più o meno di quanto riceverebbe dal mercato in caso di trasferimento". Si esprime in favore della possibilità di riconoscere sconti di minoranza (e premi di maggioranza) in sede di determinazione del valore di rimborso di partecipazioni di società per azioni anche C. PASQUARIELLO, *Liquidazione della quota*, cit., 786.

plicato in sede di determinazione preventiva del valore unitario dell'azione. Quanto allo sconto di minoranza, è vero che esso non è applicabile indistintamente a tutte le partecipazioni sociali, ma, per l'appunto, solo a quelle di minoranza. Tuttavia, è anche vero che il recesso è usualmente esercitato proprio dai soci di minoranza, ragion per cui la sua applicazione in sede di determinazione preventiva del valore unitario di rimborso non comporterebbe quasi mai effetti di sotto-compensazione del socio e dunque all'atto pratico non risulterebbe quasi mai penalizzante. Peraltro, per scongiurare del tutto una tale evenienza, gli amministratori possono comunque "scomporre" il valore di rimborso indicando separatamente lo sconto di minoranza che verrebbe applicato alle partecipazioni di minoranza. Per queste stesse ragioni, infine, nemmeno il fatto che al socio sia riconosciuta la facoltà di recedere parzialmente offre un argomento decisivo contro l'applicazione di tali sconti.

Inoltre, si consideri che il mancato riconoscimento degli sconti in parola incide negativamente sul corretto ed efficace operare del procedimento di liquidazione, in danno della società: difficilmente, infatti, i terzi (e con buona probabilità anche i soci non recedenti), cui le azioni dei recedenti devono essere offerte prima di attingere al patrimonio sociale, sarebbero disposti ad acquistarle per un prezzo che non rifletta tali minusvalenze, cosa che costringe di fatto la società a sobbarcarsi sistematicamente l'onere di adempiere alla liquidazione (o quantomeno di pagare la differenza fra quanto offerto dai primi e quanto effettivamente spettante al socio)<sup>20</sup>.

Quanto poi al presunto contrasto con il principio di parità di trattamento, deve osservarsi che la possibilità di riconoscere ai soci un trattamento diverso sul piano del *quantum* della liquidazione è implicita nella prerogativa, riconosciuta al socio, di contestare il valore di liquidazione. Ove l'esperto chiamato a rideterminare il valore di liquidazione a seguito di tale contestazione dovesse stabilire un valore superiore rispetto a quello inizialmente stabilito dagli amministratori, questo si applicherebbe solo al socio che ha promosso il procedimento e non a quanti sono rimasti inerti (come correttamente ritenuto dai più, infatti, la mancata contestazione della stima vale quale implicita accettazione del valore proposto dagli amministratori)<sup>21</sup>, con conseguente inevitabile trattamento differenziato (e più favorevole) del primo rispetto ai secondi.

Infine, il mancato riconoscimento degli sconti in esame introduce un elemento di contraddizione nel sistema del recesso, poiché determina un'ingiustificata divergenza fra determinazione del valore di liquidazione nelle società per azioni

---

<sup>20</sup> M. REBOA, *Criteri di stima*, cit., 923. Circa la possibilità per la società di pagare la differenza fra valore di liquidazione e minor prezzo offerto dai terzi o dai soci v. quanto osservato *supra*, cap. 2, nt. 132.

<sup>21</sup> In questo senso M. BIONE, *Informazione ed exit*, cit., 214; A. PACIELLO, *Art. 2437-ter*, cit., 1130 s.; M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione*, cit., 439, nt. 309.

non quotate e determinazione del valore di liquidazione nelle società per azioni quotate<sup>22</sup>. In queste ultime, infatti, il ricorso al criterio del prezzo di mercato comporta l'automatica incorporazione degli sconti in parola (ed in special modo dello sconto di minoranza)<sup>23</sup>. Non è chiaro perché ai soci recedenti di una società quotata debba essere offerto tale trattamento "deteriore", posto che tanto nelle società quotate quanto in quelle non quotate l'obiettivo è garantire al recedente il "fair value" della partecipazione. Piuttosto, proprio il ricorso al prezzo di mercato per la determinazione del valore di rimborso nelle società quotate offre un valido argomento a sostegno dell'idea che l'applicazione degli sconti in esame nel contesto delle società non quotate non costituisca in alcun modo una soluzione ingiustamente penalizzante per il socio, incapace di riconoscere a quest'ultimo il valore effettivo o reale della propria partecipazione (al contrario – lo si noti per inciso –, si è già avuto modo di sottolineare più volte come proprio l'applicazione "senza correttivi" del criterio del patrimonio sociale e delle prospettive reddituali conduca all'individuazione di un valore "irreale", in quanto non concretamente ricavabile dal socio nello scenario parallelo in cui la decisione che dà luogo al recesso non viene adottata).

Più difficile è invece ammettere l'applicazione degli sconti di liquidità e di minoranza nella s.r.l. Come visto poc'anzi, infatti, in questo caso la formulazione della norma, con il suo riferimento al "patrimonio sociale" quale parametro esclusivo per l'individuazione del valore di liquidazione, pare escluderlo con maggiore univocità. Rimane quanto da ultimo osservato, ossia l'intrinseca contraddittorietà di un sistema che per alcune società riconosce esplicitamente la possibilità di attribuire rilievo agli sconti in questione (al punto da optare per un criterio di liquidazione, quello del prezzo di mercato, che li incorpora per definizione) e che per altre – è appunto il caso della s.r.l. – sembra invece vietarla. Considerata la sostanziale omogeneità e unitarietà di *ratio* delle norme preposte alla determinazione del valore di liquidazione (tutte ispirate dall'obiettivo di garantire al socio una somma di denaro che rifletta il *fair value* della sua partecipazione), non è da escludere la legittimità di una interpretazione correttiva che, in contrasto con la *littera legis*, ammetta gli sconti in esame anche nella s.r.l.<sup>24</sup>. Il percorso in questione, tuttavia, proprio per l'appena menzionata anti-letteralità dell'interpretazione propo-

---

<sup>22</sup> Cfr. le analoghe considerazioni di M. REBOA, *Criteri di stima*, cit., 922 s. ("l'applicazione del fattore di *discount* [...] comporterebbe una sostanziale uniformità di trattamento con i soci che esercitano il recesso di azioni quotate").

<sup>23</sup> Essendo le azioni quotate e dunque agevolmente scambiabili sul mercato, il prezzo di mercato non dovrebbe incorporare alcuno sconto di liquidità. In realtà, non tutti i titoli quotati presentano il medesimo livello di liquidità ed è dunque ben possibile che quelli meno scambiati (tipicamente le azioni di società a ridotta capitalizzazione e ridotto flottante, caratterizzate da un mercato secondario molto sottile) trattino a sconto proprio in ragione della loro ridotta liquidità.

<sup>24</sup> E v. sul punto N. CIOCCA, *Il recesso*, cit., 215 e S. GUIZZARDI, *Il recesso*, cit., 253, le quali ammettono la possibilità di riconoscere sconti di minoranza (e premi di maggioranza).

sta, appare a conti fatti meno agevolmente percorribile rispetto alla parallela soluzione ipotizzata per la s.p.a. non quotata, dove gli ostacoli posti dal dettato normativo risultano di gran lunga inferiori.

È importante sottolineare che la rimodulazione dei criteri di liquidazione secondo le direttrici indicate non incide sulla capacità del recesso di offrire al socio efficace tutela rispetto a operazioni che riducono il valore della sua partecipazione e, per questa ragione, non incide sulla capacità del rimedio di operare quale efficace strumento di *screening* delle operazioni inefficienti e pregiudizievoli per la minoranza. È vero che in applicazione dei criteri rimodulati qui proposti il socio riceve una somma di denaro inferiore rispetto a quanto riceverebbe in applicazione dell'astratto criterio del valore della società quale *going concern*. Poiché, tuttavia, la valutazione della partecipazione è effettuata in riferimento ad un momento che precede quello in cui la delibera produce i suoi effetti, il socio riceve comunque una somma di denaro superiore a quella che egli otterrebbe dalla vendita delle sue azioni o quote sul mercato a seguito dell'operazione da cui origina il recesso, ragion per cui i suoi incentivi a esercitare il rimedio rimangono inalterati. Anche con i prospettati nuovi criteri, pertanto, al socio conviene esercitare il recesso quando la decisione riduce il valore della sua partecipazione, poiché quanto ricava dall'esercizio di tale prerogativa è pur sempre di più di quanto ricaverebbe dalla vendita della partecipazione<sup>25</sup>.

Al tempo stesso, per le ragioni più volte indicate, l'applicazione dei menzionati sconti di liquidità e minoranza elimina gli effetti sovra-compensazione legati alle metodologie di calcolo del valore di rimborso oggi comunemente utilizzate, cancellando l'incentivo ad utilizzare il rimedio in occasione di operazioni efficienti e non dannose per la minoranza. Il ricorso ai correttivi appena menzionati appare quindi pienamente giustificato in un'ottica di efficienza, secondo la quale l'obiettivo è garantire che il recesso protegga efficacemente contro le operazioni inefficienti con valenza espropriativa senza ostacolare quelle creatrici di valore e non inique.

Il mancato riconoscimento degli sconti più volte menzionati, tuttavia, potrebbe giustificarsi – e qui veniamo all'ultima delle possibili obiezioni contro la tesi qui sostenuta – sulla base di generali istanze equitative (di “*fairness*”). Secondo una tale prospettiva, il “vero” valore della partecipazione sarebbe quello calcolato come frazione del valore della società come *going concern*. La partecipazione sociale, infatti, riflette ed “incarna” la parte di spettanza del socio nel risultato netto (nel *surplus*) dell'operazione economico-imprenditoriale di cui egli, attraverso la società, è parte<sup>26</sup>. Ogni correttivo al ribasso rispetto a tale valore implicherebbe ri-

---

<sup>25</sup> Come più volte osservato, infatti, il terzo acquirente sconterebbe nel prezzo di offerta gli effetti negativi che la delibera produce sul valore della partecipazione.

<sup>26</sup> Possedere, ad esempio, una partecipazione pari al 10% della società equivarrebbe, secondo questa concezione, a possedere il (o avere diritto al) 10% del valore di quella società.

conoscere al socio meno di quanto effettivamente gli spetta e questo, in punto di *fairness*, sarebbe inaccettabile<sup>27</sup>. Quanto appena osservato risulterebbe specialmente vero per gli sconti di minoranza, dal momento che essi riflettono in ampia misura la capacità dei soci di controllo di estrarre benefici privati e dunque fenomeni di sostanziale espropriazione degli azionisti di minoranza<sup>28</sup>. Secondo la prospettiva in esame, applicare uno sconto di minoranza in sede di determinazione del valore di rimborso della quota del socio recedente equivarrebbe per molti aspetti a legittimare una tale espropriazione<sup>29</sup>.

Richiamando riflessioni in parte già compiute, ad una tale osservazione può obiettarsi che nel “mondo reale” il socio quell’astratto valore “vero” non lo realizza mai. Non lo realizza attraverso la cessione della partecipazione sul mercato, caratterizzata da sconti di minoranza e, nelle società che qui ci concernono, elevati costi di transazione che decurtano significativamente quel valore, ma – si badi – non lo realizza nemmeno in sede di liquidazione della società, poiché un tale evento usualmente determina la perdita, totale o parziale, di importanti componenti

---

<sup>27</sup> Alcuni ordinamenti societari stranieri sembrano implicitamente abbracciare questa idea, laddove stabiliscono espressamente che nel calcolo del *fair value* non debbano tenersi in considerazione elementi come l’illiquidità della partecipazione o il suo essere una partecipazione di minoranza. È il caso del *Model Business Corporation Act*, il quale esclude *expressis verbis* sia gli sconti di liquidità che quelli di minoranza: «“Fair value” means the value of the corporation’s shares determined [...] without discounting for lack of marketability or minority status except, if appropriate, for amendments to the articles of incorporation pursuant to section 13.02(a)(5)» (§13.01). Come visto sopra, tuttavia, l’ordinamento italiano non ha una posizione altrettanto esplicita sul punto ed anzi l’attuale formulazione dei criteri di liquidazione sembra dare spazio al riconoscimento degli sconti in questione.

<sup>28</sup> V. B.A. MARGOLIN-S.J. KURSH, *The Economics of Delaware Fair Value*, 30 *Del. J. Corp. L.* 413 (2005), 430 ss.; M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi giuridici*, cit., 95, i quali, sulla scorta degli Autori da ultimo citati, sottolineano che proprio per questo motivo il criterio del prezzo di mercato previsto per le società quotate potrebbe impedire al socio recedente di ottenere il “valore reale” della propria partecipazione (che evidentemente, nell’opinione dei due Autori, dovrebbe essere scervo dagli effetti negativi derivanti dall’esercizio scorretto e abusivo del potere della maggioranza). Come osservato in precedenza, infatti, i prezzi di mercato riflettono inevitabilmente l’esistenza di eventuali sconti di minoranza legati all’esistenza di problemi di agenzia.

<sup>29</sup> Questo risulterebbe ancora più grave alla luce del fatto che fra le modalità di realizzazione dell’*exit* vi è proprio l’acquisto della partecipazione ad opera degli altri soci. L’applicazione di uno sconto di minoranza in sede di determinazione del valore di liquidazione permetterebbe dunque al socio di maggioranza di acquistare le partecipazioni dei soci di minoranza per un prezzo conveniente, più basso rispetto a quello che risulterebbe dall’applicazione di un parametro di pura proporzionalità che assegni ai primi una somma corrispondente alla frazione del valore complessivo della società che corrisponde astrattamente alla loro quota di partecipazione; prezzo “conveniente” che sarebbe tale proprio perché riflette la capacità del socio di maggioranza di violare la c.d. *pro-rata rule* (ossia il principio secondo cui la ricchezza sociale va distribuita ai soci esclusivamente sulla base della dimensione della partecipazione posseduta da ciascuno e dei diritti da questa riconosciuti) e dunque di sottrarre indebitamente ricchezza ai soci di minoranza.

di valore, come appunto l'avviamento e altri *intangibles*<sup>30</sup>, e anche assumendo (irrealisticamente) che la liquidazione avvenga sempre attraverso la cessione dell'intero patrimonio sociale a soggetto terzo per quel valore astratto che si è detto, vi sono comunque dei costi da sopportare, come i costi di transazione legati al compimento dell'operazione e quelli legati agli adempimenti propri della procedura di liquidazione<sup>31</sup>, che inevitabilmente vanno ad erodere la somma di denaro che a conclusione del procedimento di liquidazione verrà assegnata al socio, escludendo dunque che questi possa effettivamente far propria una somma corrispondente alla frazione ideale che si è detta.

Al contrario, secondo la prospettiva in esame, garantire al socio tale somma rappresenta una forma di *ingiusta* sovra-compensazione che danneggia gli altri soci, scaricando su di loro i costi che il socio recedente, attraverso la propria uscita anticipata per quel prezzo, riesce ad evitare<sup>32</sup>.

Quanto poi alla "speciale" iniquità degli sconti di minoranza, deve osservarsi che la possibilità che la maggioranza faccia un uso distorto e opportunistico del proprio potere – oltre ad essere un'evenienza inevitabile riconnessa all'incapacità degli strumenti del diritto societario a contrastare in maniera perfetta questo tipo di fenomeni – è un fatto che il socio conosce e accetta all'atto del proprio ingresso in società, e per questa ragione usualmente sconta nel prezzo di acquisto della propria partecipazione (di talché negarne il rilievo in sede di recesso comporterebbe l'ingiustificato arricchimento di quest'ultimo). Inoltre, non deve dimenticarsi che il socio di minoranza non è comunque sfornito di strumenti *ad hoc* (per quanto, come appena accennato, imperfetti) per contrastare l'uso scorretto del potere della maggioranza ed attraverso i quali ottenere ristoro del pregiudizio che esso abbia cagionato al valore della sua partecipazione<sup>33</sup>.

---

<sup>30</sup> Lo sottolinea anche D. GALLETI, *Art. 2437*, cit., 1505, ove, discutendo dello scioglimento volontario come possibile causa di recesso, osserva che "il valore di liquidazione, determinato sulla base dell'articolo 2437 *ter* alla data dell'adozione della deliberazione, sarà frequentemente più elevato di quello che si rileva in pendenza del procedimento di liquidazione (a causa dell'abbattimento del valore degli *intangibles*)".

<sup>31</sup> Ad esempio, è pur sempre necessario procedere all'inventario dei beni sociali e alla ricognizione e verifica delle singole posizioni creditorie, in conformità delle disposizioni che governano il procedimento di liquidazione.

<sup>32</sup> E v. sul punto V. CARIDI, *Recesso libero*, cit., 681 s., il quale osserva come il recesso, per le ragioni che si sono accennate, "si configuri quale tecnica di uscita particolarmente privilegiata per il socio" (l'Autore fa riferimento al recesso *ad nutum* ma l'osservazione può essere estesa ad ogni altra ipotesi di recesso).

<sup>33</sup> L'applicazione di un criterio di liquidazione che non tenga conto di eventuali sconti di minoranza, ma riconosca al socio una somma di denaro esattamente corrispondente alla frazione di ricchezza sociale che gli spetta sulla base della partecipazione posseduta, appare maggiormente giustificata quando il recesso è costruito come generale strumento di contrasto all'abuso della maggioranza, secondo il modello dell'*unfair prejudice remedy* inglese (su cui v. *supra*, cap. 1, par. 4). In que-

### 3. Valorizzazione del principio di buona fede come correttivo al problema dell'utilizzo opportunistico del recesso nelle società non quotate?

Un ulteriore problema del recesso nelle società non quotate è rappresentato dal suo possibile utilizzo strategico<sup>34</sup>. Si è visto che ove i costi di sostituzione del recedente sono elevati, la minaccia del recesso può essere sfruttata per tentare di far proprio il *surplus* generato dall'operazione. Il socio può minacciare il recesso anche a fronte di operazioni efficienti e non inique al fine di far propria una parte del *surplus* superiore rispetto a quella che gli spetterebbe sulla base della partecipazione posseduta<sup>35</sup>, sfruttando a questo fine la difficoltà che la maggioranza incontrerebbe nel sostituirlo con nuovi soci subentranti o nel finanziare un'operazione di acquisto della sua partecipazione.

In teoria, queste forme di utilizzo opportunistico del recesso possono essere contrastate ricorrendo alla generale figura dell'abuso del diritto ed in special modo attraverso il generale principio di buona fede e correttezza<sup>36</sup>, al quale anche

---

sto caso, l'uscita del socio non è legata a una specifica decisione, com'è invece nei casi che ci concernono, ma sorge ad esito di un procedimento contenzioso che ha accertato il comportamento "oppressivo" del socio di maggioranza. Essa non ha quindi una funzione di controllo dell'efficienza e dell'equità della *singola operazione*, com'è nelle ipotesi di recesso oggetto delle presenti riflessioni, ma quello di contrastare il comportamento abusivo della maggioranza, in modo non dissimile dal tradizionale rimedio risarcitorio. È dunque nella logica del rimedio che il socio riceva una somma di denaro che non rifletta la minusvalenza causata dal comportamento scorretto del socio di maggioranza: se così non fosse, esso perderebbe del tutto la propria funzione di rimedio contro i comportamenti abusivi della maggioranza e non avrebbe alcuna capacità di scoraggiarli *ex ante*, dal momento che al socio di controllo non sarebbe imposta alcuna restituzione di quanto indebitamente sottratto alla minoranza. Diverso invece è il caso delle ipotesi di recesso che qui ci occupano: la loro funzione di strumento di *screening* della correttezza della singola transazione impone di focalizzare l'attenzione esclusivamente sugli effetti dell'operazione sul valore della partecipazione del socio (e non invece sul comportamento della maggioranza globalmente considerato). Questo, come più volte osservato, richiede che al socio non venga riconosciuto più di quanto costui otterrebbe dalla cessione della partecipazione in assenza dell'operazione che è causa di recesso. Si è sottolineato infatti a più riprese che riconoscere una somma superiore spingerebbe il socio a recedere anche quando l'operazione lo avvantaggia, compromettendo il corretto operare del rimedio e vanificando la sua funzione.

<sup>34</sup> V. *supra*, cap. 2, par. 14.

<sup>35</sup> Abbiamo visto che un tale potere di ricatto può anche essere utilizzato in maniera benigna, per riequilibrare la distribuzione del *surplus* in operazioni strutturate in modo tale da riservarlo per intero alla maggioranza. Tuttavia, abbiamo anche sottolineato come questo rappresenti un beneficio a conti fatti limitato. V. *supra*, cap. 2, par. 14.

<sup>36</sup> Il profilo è valorizzato da F. FORNASARI, *Recesso*, cit., 167, 168; in tema v. altresì O. CAGNASSO, *Abuso del diritto di recesso da parte del socio*, in *N. dir. soc.*, 13/2013, 7 ss.; A. TOFFOLETTO, *L'autonomia privata*, cit., 379 (con riferimento al recesso *ad nutum*); M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione*, cit., 49 (con specifico riferimento al caso del recesso del socio di maggioranza). Cfr. inoltre F. GAMBINO, *Il dovere di coerenza nell'atto di recesso (note sull'abuso del diritto)*, in *Riv. dir. priv.*, 1/2011, 62 s. (il quale, nell'ambito di una più ampia trattazione del diritto di recesso *ad nutum* nei contratti, afferma la piena applicabilità dei principi di buona fede e correttezza ai fini

l'esercizio del recesso, come ogni altra prerogativa connessa allo *status* di socio, è soggetto.

Non sono chiare, tuttavia, le conseguenze concrete di un eventuale esercizio del recesso in violazione del principio in questione<sup>37</sup>. Inoltre, non può mancare di osservarsi come il rimedio in questione risulti estremamente arduo da utilizzare, soprattutto in ragione degli oneri probatori che impone. Il più delle volte, si renderà necessario dimostrare che il socio era pienamente consapevole della convenienza dell'operazione e della capacità di questa di accrescere anche il valore della sua partecipazione, e che pertanto la sua decisione di recedere risultava finalizzata non a proteggerlo da una decisione percepita come dannosa, ma ad ostacolare la maggioranza con l'obiettivo di ottenere benefici non giustificati dall'entità della partecipazione posseduta e dai diritti da questa riconosciuti. La difficoltà di fornire questa prova rende la figura dell'abuso del diritto uno strumento incapace di fungere da efficace deterrente *ex ante* e quindi di scoraggiare gli utilizzi opportunistici dell'istituto cui si è appena fatto cenno.

D'altra parte, è difficile immaginare come possa porsi rimedio al *deficit* di efficacia appena rilevato, né è dato ravvisare rimedi alternativi contro gli appena accennati utilizzi abusivi del recesso. Pertanto, se, anche in considerazione della particolare composizione della compagine sociale, il rischio di un uso opportunistico del recesso risulta specialmente elevato, l'unica soluzione efficace è limitare la presenza del rimedio agendo sulle cause di recesso, questione di cui ci occuperemo nelle pagine immediatamente seguenti<sup>38</sup>.

#### 4. Rimodulazione statutaria del criterio legale del prezzo di mercato nelle società quotate a correttivo dei problemi di sotto-compensazione?

Si è visto che il criterio di liquidazione legale stabilito per le società quotate può, in determinate circostanze, condurre all'individuazione di un valore di rim-

---

della sindacabilità dell'atto di recesso). La giurisprudenza, d'altro canto, in molte aree del diritto privato ove è riconosciuto al contraente il diritto di recesso, non esita a sanzionarne l'utilizzo abusivo: v. ad es. Cass., 19 settembre 2009, n. 20106 (in tema di recesso *ad nutum* da contratto di concessione di vendita), in *Giur. comm.*, 2/2011, II, 286 ss., con nota di E. BARCELLONA, *Buona fede e abuso del diritto di recesso ad nutum tra autonomia privata e sindacato giurisdizionale*.

<sup>37</sup> Si può ipotizzare l'invalidità o comunque l'inefficacia della dichiarazione di recesso ovvero, in alternativa, il risarcimento del danno. L'incertezza investirebbe peraltro ulteriori aspetti relativi all'una o all'altra soluzione. Ad esempio, ammettendo che la conseguenza dell'esercizio abusivo del diritto di recesso sia l'inefficacia della relativa dichiarazione, rimarrebbe da chiarire se questa sia inefficace *ab origine* o se lo diventi per effetto della sentenza che accerta l'esercizio abusivo della prerogativa. V., sul punto, per un inquadramento del problema, le osservazioni di E. BARCELLONA, *Buona fede*, cit., 304 s.

<sup>38</sup> V. *infra*, par. 5.

borso inferiore al valore effettivo dell'azione (coincidente con il suo valore di mercato al momento dell'esercizio del recesso). Questo deriva da tre distinti difetti del criterio legale, già discussi nelle pagine che precedono ma che è probabilmente opportuno richiamare brevemente: *a)* l'individuazione del giorno di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea quale *dies a quo* a partire dal quale calcolare la media semestrale dei prezzi non consente una piena immunizzazione del valore di rimborso dagli eventuali effetti negativi della delibera; *b)* la determinazione del valore di rimborso sulla base del prezzo medio degli ultimi sei mesi conduce all'individuazione di un valore inferiore al prezzo corrente delle azioni ogniqualvolta durante tale intervallo di tempo il prezzo di borsa delle azioni sia cresciuto (cosa che consente alla maggioranza di approfittare di periodi di rialzo dei corsi di borsa per effettuare operazioni dannose per la minoranza senza che questo comporti l'attivazione del recesso); *c)* lo scarto temporale sussistente tra determinazione del valore di liquidazione ed effettivo esercizio del recesso può far sì che il prezzo di rimborso risulti di fatto inferiore al valore corrente del titolo (ciò che si verifica, similmente a quanto appena visto *sub b)*, quando il prezzo di mercato delle azioni cresce nell'intervallo indicato per effetto di eventi sopravvenuti).

A tutti gli appena accennati problemi è possibile porre rimedio attraverso una rimodulazione statutaria del criterio di liquidazione legale. L'attuale disciplina, diversamente da quanto originariamente previsto dal legislatore della riforma, consente alle società quotate di adottare criteri di determinazione del valore delle azioni diversi da quello legale. Più nello specifico, è consentito fare ricorso ai criteri previsti per le s.p.a. non quotate o a speciali criteri *ad hoc*, a condizione che il prezzo di liquidazione così determinato non sia inferiore a quello che risulterebbe dall'applicazione del criterio legale della media semestrale dei prezzi di mercato<sup>39</sup>. Trattandosi, nei casi in esame, di pervenire ad un valore di rimborso superiore a quello risultante dall'applicazione del criterio legale, l'autonomia statutaria non dovrebbe incontrare ostacoli.

Così, per rimediare al primo dei problemi richiamati lo statuto potrebbe stabilire un diverso *dies a quo* per il calcolo a ritroso della media semestrale, individuandolo nel giorno in cui la società comunica l'operazione al mercato<sup>40</sup>, sulla scorta di quanto ad esempio previsto dall'ordinamento tedesco<sup>41</sup>, oppure in quello

---

<sup>39</sup> Cfr. art. 2437-ter, terzo comma, c.c. Come accennato nel testo, questa possibilità era inizialmente esclusa. L'art. 2437-ter, infatti, nella sua originaria formulazione prevedeva che il valore di liquidazione fosse determinato "facendo esclusivo riferimento" alla media semestrale. La possibilità di affidarsi a criteri di liquidazione diversi è stata introdotta dal d.l. 24 giugno 2014, n. 91 (convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116). Sul punto v. M. MAUGERI, *Contratto, mercato*, cit., 114 ss.

<sup>40</sup> Si esprimono in favore di questa opzione, sulla base delle medesime ragioni accennate nel testo, M. MAUGERI, *Contratto, mercato*, cit., 114; M. REBOA, *Criteri di stima*, cit., 925.

<sup>41</sup> V. la sentenza del *Bundesgerichtshof* del 19 luglio 2010, richiamata da M. MAUGERI-H. FLEISCHER, *Problemi*, cit., 93.

in cui la notizia della progettata operazione per la prima volta trapela sul mercato<sup>42</sup>, affidandone la concreta individuazione ad un esperto indipendente (ad esempio la società di revisione legale dei conti) o all'organo amministrativo (in questo caso con possibilità di ricorso all'esperto indipendente nel caso in cui non se ne condividano le determinazioni, sul modello di quanto previsto per le contestazioni al valore di liquidazione determinato dagli amministratori nelle s.p.a. non quotate)<sup>43</sup>. La prima opzione ha il vantaggio della certezza e della conseguente facilità applicativa, la seconda quello di garantire piena protezione rispetto al rischio che il valore di rimborso possa essere influenzato al ribasso dalla notizia dell'operazione. Si noti, infatti, che la scelta in favore del giorno di comunicazione dell'operazione al mercato, per quanto preferibile rispetto a quella attualmente adottata dal legislatore italiano, non risulta del tutto immune dai problemi propri di quest'ultima, poiché anche in questo caso è ben possibile che l'informazione sull'operazione pervenga al mercato prima del suo annuncio ufficiale. Ove dovesse optarsi per questo criterio, appare pertanto opportuno riconoscere al socio recedente la facoltà di dimostrare che l'informazione è in realtà divenuta di pubblico dominio (e ha inciso in negativo sui prezzi di borsa) prima del suo formale annuncio e richiedere pertanto un ricalcolo della media sulla base di tale diverso *dies a quo*.

Il secondo problema può essere affrontato in due modi. Si può stabilire un periodo di calcolo della media inferiore rispetto a quello attuale (ad esempio trimestrale o mensile), soluzione che permette di ridurre gli effetti distorsivi sul valore di rimborso legati ai periodi di rialzo dei corsi, oppure, ove si vogliano eliminare del tutto tali possibili distorsioni, si può integrare il criterio legale stabilendo che il valore di rimborso deve essere individuato nel miglior prezzo fra prezzo medio dell'ultimo semestre e prezzo dell'azione nell'ultimo giorno del semestre<sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> Favorevole anche M. REBOA, *Criteri di stima*, cit., 925.

<sup>43</sup> L'opzione in esame è ritenuta inadeguata da D. GALLETI, *Art. 2437 ter*, cit., 1586, in quanto renderebbe eccessivamente incerta l'individuazione del *dies a quo*. È indubbio che la determinazione del momento dell'effettiva diffusione della notizia sul mercato è soggetta a margini di opinabilità. Spesso, tuttavia, vi sono indici che segnalano in maniera ragionevolmente univoca una tale effettiva diffusione (ad esempio, la pubblicazione di articoli di stampa). Inoltre, gli attuali criteri di determinazione del valore delle azioni nelle società non quotate indicano chiaramente che fra l'esigenza di certezza e univocità nella determinazione del prezzo di rimborso e quella di garantire effettiva tutela al recedente il legislatore privilegia la seconda, attraverso la scelta di criteri caratterizzati da ampi margini di discrezionalità sul piano valutativo. E v. anche quanto osservato *supra*, cap. 3, nt. 7, circa la maggiore univocità del (penalizzante) criterio del *book value* adottato prima della riforma del 2003.

<sup>44</sup> Possono naturalmente immaginarsi anche una serie di combinazioni fra le due soluzioni appena prospettate: ad esempio, si può optare per il criterio del miglior prezzo fra prezzo medio trimestrale (scegliendo dunque una finestra di calcolo inferiore) e ultimo prezzo, oppure si può stabilire che l'ultimo prezzo sia calcolato come valore medio di un insieme di prezzi, ad esempio quelli dei

Le soluzioni appena prospettate, tuttavia, non risulterebbero capaci di porre rimedio all'ultimo dei problemi richiamati. Una soluzione efficace a questo riguardo, capace altresì di risolvere i primi due problemi sopra menzionati, è quella di stabilire che il valore di liquidazione coincida con il prezzo di mercato dell'azione al momento dell'adozione della decisione di recesso, "depurato" tuttavia degli effetti dell'operazione che ne è causa. Il limite principale del criterio in questione è che esso presenta una certa difficoltà applicativa, legata al fatto che può non essere agevole quantificare l'impatto dell'operazione sul valore corrente del titolo. Tuttavia, esso presenta il chiaro vantaggio di risolvere i problemi di sotto-compensazione legati all'applicazione del criterio legale. Naturalmente, anche in questo caso la somma individuata attraverso il criterio statutario appena ipotizzato non potrà essere inferiore a quella risultante dall'applicazione del criterio legale ma questo, come nei casi precedenti, non rappresenta un ostacolo, dal momento che anche nello scenario in esame l'applicazione del criterio statutario condurrebbe all'individuazione di un prezzo di rimborso superiore rispetto a quello derivante dal criterio legale.

Si è visto, però, che il criterio legale può generare anche effetti di sovra-compensazione del recedente. Questi, in via del tutto speculare rispetto a quanto visto sopra, possono originare dall'andamento discendente dei corsi di borsa nei sei mesi previsti per il calcolo della media e da variazioni al ribasso del prezzo del titolo nel periodo che intercorre fra la pubblicazione dell'avviso di convocazione (momento di definizione del valore di rimborso) e la data di effettivo esercizio del recesso. Nell'uno e nell'altro caso, il prezzo di rimborso risulta superiore al valore corrente del titolo e dunque tende a premiare oltremisura il socio<sup>45</sup>. A questo tipo di problemi non è possibile rimediare attraverso una rimodulazione statutaria dei criteri di liquidazione. Nell'uno e nell'altro caso, infatti, si renderebbe necessario stabilire un criterio che conduce all'individuazione di una somma di denaro inferiore a quella risultante dall'applicazione del criterio legale e questo, come visto sopra, è espressamente escluso dal legislatore.

##### 5. *Accordo parasociale di rinuncia preventiva al recesso come soluzione al problema dell'inderogabilità in peius?*

Il problema dell'inderogabilità statutaria *in peius* del regime legale del recesso, che abbiamo visto essere fonte di significativi inconvenienti soprattutto per le società chiuse, potrebbe, almeno in teoria, essere mitigato o risolto attraverso accor-

---

tre giorni di mercato che precedono la diffusione dell'informazione circa l'operazione oppure il suo annuncio al mercato, per minimizzare gli effetti distorsivi derivanti da fenomeni di volatilità estemporanei (e rendere più difficili eventuali tentativi di manipolazione del prezzo).

<sup>45</sup> V. *supra*, cap. 3, par. 6.

di di natura parasociale volti a “neutralizzare”, secondo varie tecniche, il recesso<sup>46</sup>. L’esempio probabilmente più intuitivo (e che ha attratto maggiormente l’interesse della dottrina) è quello dell’accordo parasociale di rinuncia preventiva al recesso, con il quale tutti i soci si impegnano reciprocamente – o alcuni soci si impegnano verso gli altri (ad esempio il socio fondatore verso il socio finanziatore nel contesto di un’operazione di *private equity* o *venture capital*) – a non esercitare il recesso in riferimento ad una o più decisioni per le quali la prerogativa è prevista in via inderogabile (ad esempio, in occasione di aumenti di capitale privi del diritto di opzione, fusioni o trasformazioni). Ma si può anche immaginare un accordo (anche in questo caso di natura parasociale) che vincoli i soci ad esprimere voto favorevole nelle future deliberazioni che prevedono il recesso, così da impedire l’esercizio concreto della prerogativa, che come ben sappiamo richiede che il socio non presti il proprio assenso alla deliberazione.

Naturalmente, com’è tipico dei patti parasociali, in nessun caso l’accordo avrebbe la capacità di incidere direttamente sull’esercizio della prerogativa. Nel primo caso, il socio rimarrebbe comunque libero di recedere a fronte della delibera per la quale si era impegnato a non farlo (ove naturalmente non abbia votato a favore della medesima) e non vi sarebbe modo di ritenere la relativa manifestazione di volontà invalida o inefficace per il fatto di contravvenire all’accordo parasociale. Nel secondo caso, in via del tutto analoga, il socio rimarrebbe libero di non esprimere voto favorevole, contravvenendo al patto, senza che questo abbia ripercussioni sulla validità ed efficacia della sua dichiarazione di voto.

Violando il patto, tuttavia, il socio si esporrebbe a conseguenze risarcitorie verso gli altri soci e questo riduce o elimina la convenienza a esercitare il recesso in violazione del patto, nel primo caso, e a non esprimere voto favorevole (di nuovo in violazione del patto) così da poter recedere, nel secondo. Gli accordi in questione risultano quindi indubbiamente efficaci nel costringere – di fatto – il socio a non esercitare la prerogativa.

La validità di questi patti parasociali di “rinuncia”, variamente costruita, al recesso, tuttavia, è generalmente negata<sup>47</sup>. Per ciò che concerne la società per azio-

---

<sup>46</sup> Il punto è ben presente e ampiamente evidenziato da quanti si sono occupati dell’istituto ed in special modo da coloro che hanno indagato i possibili ostacoli che il diritto societario italiano può porre – proprio in ragione della sua insufficiente flessibilità – alle operazioni di *venture capital* e *private equity*. V. gli autori citati al cap. 3, par. 10.

<sup>47</sup> La dottrina è pressoché unanimemente orientata a negare validità a qualsiasi forma di rinuncia preventiva e “in astratto” (ossia scollegata da una specifica operazione di cui siano già note le caratteristiche) al recesso: v., ad es., S. ADDAMO, *Diritto*, cit., 40; S. CARMIGNANI, *Art. 2437*, cit., 882; P. REVIGLIONE, *Il recesso*, cit., 59 s. “(la circostanza che l’eliminazione dell’operatività del recesso anziché conseguire ad una previsione dell’atto costitutivo [...] derivi da una rinuncia espressa da parte di alcuni o di tutti i soci assunta in sede extra o para statutaria non muta i termini della soluzione del problema, dal momento che [...] la possibilità di ridurre od escludere l’esercizio del recesso risulta comunque esclusa dall’ambito dell’autonomia dispositiva dei singoli soci a prescindere

ni, l'argomento principale è rappresentato dal tenore letterale dell'ultimo comma dell'art. 2437. Come più volte ricordato, tale disposizione commina la nullità di qualsiasi "patto" volto a escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso: la parola "patto", com'è evidente, si presta sicuramente a ricomprendere anche gli accordi di natura parasociale<sup>48</sup>.

Va osservato, tuttavia, che vi sono buoni argomenti a sostegno anche della tesi contraria, secondo la quale la disposizione concernerebbe esclusivamente le clausole statutarie di rinuncia preventiva al recesso. A supporto di questa idea milita in primo luogo la particolare storia della disposizione. Essa venne introdotta nel codice del '42 proprio per porre fine alla prassi, comune nella vigenza del codice di commercio del 1882, di inserire nello statuto delle società per azioni clausole di "rinuncia" ad una o più delle cause di recesso legali previste dal codice<sup>49</sup>, ed è stata riproposta nel diritto societario riformato con le medesime finalità<sup>50</sup>. In entrambi i casi, l'attenzione del legislatore era dunque volta alle previsioni statutarie che avessero l'effetto di escludere (e a partire dal 1942 rendere più gravoso) l'esercizio del recesso, e non invece a quelle parasociali. È dunque plausibile ritenere che il legislatore *plus dixit quam voluit* e che la norma debba pertanto essere intesa in senso restrittivo, come limitata alle pattuizioni statutarie.

Ma l'argomento probabilmente più solido a sostegno di tale tesi può trarsi dalla più recente evoluzione giurisprudenziale in materia di interpretazione e applicazione del divieto del patto leonino. Com'è ampiamente noto, l'art. 2265 c.c., con formulazione analoga a quella dell'ultimo comma dell'art. 2437 qui in esame, sancisce la nullità di qualunque "patto" con il quale uno o più soci sono esclusi da ogni partecipazione agli utili o alle perdite. Analogamente a quanto avviene per l'ultimo comma dell'art. 2473, il termine "patto" è comunemente interpretato in senso letterale e dunque estensivo, come capace di abbracciare tanto le pattuizioni statutarie quanto quelle parasociali<sup>51</sup>. Tuttavia, la più recente giurisprudenza ha iniziato a distinguere, nell'applicazione del precetto, il piano sociale da quello pa-

---

dalla modalità in cui si estrinseca tale autonomia"); M. TANZI, *Art. 2473*, cit., 1533. Per un recente e articolato tentativo di smentire questa convinzione (o, come affermano gli Autori, "agevolar[ne] il ripensamento": p. 665) v. C.A. NIGRO-D. MALTESE, *Private equity*, cit., 665 ss.; D. MALTESE, *La (presunta) inderogabilità*, cit., 1073 ss.

<sup>48</sup> In senso contrario v. però D. GALLETTI, *Art. 2437*, cit., 1531, il quale ritiene che la disposizione concerna esclusivamente le modificazioni dell'atto costitutivo.

<sup>49</sup> Se ne trae conferma dalla Relazione al codice civile, § 933, che, a commento della disposizione in esame, discorre di "nullità dei *patti statutari* che [...] escludono o [...] rendono più gravoso l'esercizio [del recesso]" (c. vo aggiunto). V. sul punto D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., 239 s., nonché la dettagliata ricostruzione di C.A. NIGRO-D. MALTESE, *Private equity*, cit., 665 s.

<sup>50</sup> V. *amplius* C.A. NIGRO-D. MALTESE, *Private equity*, cit., 666 s.

<sup>51</sup> Infatti, non si è mancato di osservare come l'interpretazione estensiva dell'art. 2473, sesto comma, possa essere il frutto di un processo di applicazione "inconscia" delle "metodologie utilizzate nell'esegesi dell'art. 2265": D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., 241.

rasociale, abbandonando il precedente orientamento caratterizzato dall'automatica e acritica applicazione dell'art. 2265 ai patti parasociali "ad effetto leonino" in favore di un diverso e più liberale orientamento volto a valutare la legittimità della clausola alla luce del più generale ed elastico principio stabilito all'art. 1322, secondo comma, c.c.<sup>52</sup>. L'idea alla base del mutamento di indirizzo è che le pattuizioni parasociali ad effetto leonino, usualmente rappresentate da clausole "put" a prezzo garantito, attraverso le quali il socio, usualmente un finanziatore, si garantisce il diritto di rivendere la partecipazione sottoscritta ad un prezzo che lo tenga indenne da eventuali perdite subite dalla società, possano perseguire interessi meritevoli di tutela (nel caso delle clausole appena richiamate, quello di agevolare l'afflusso di capitale di rischio nelle società chiuse a ristretta base partecipativa, permettendo l'ingresso di nuovi soci finanziatori che possano supportarne lo sviluppo).

Date le non trascurabili analogie tra l'art. 2265 e l'ultimo comma dell'art. 2437, anche per gli accordi parasociali di rinuncia al recesso potrebbe ipotizzarsi, lungo le linee tracciate dalla giurisprudenza appena richiamata, un approccio meno rigido, volto a valutarne la legittimità caso per caso, alla luce del richiamato principio generale di cui all'art. 1322, secondo comma<sup>53</sup>. D'altronde, il "rango" degli interessi tutelati dal divieto di patto leonino è certamente non inferiore a quello degli interessi protetti dall'ultimo comma dell'art. 2437. Non si vede dunque come, a fronte di un "allentamento" della cogenza del primo nella sfera parasociale, non possa ammettersi un analogo allentamento della cogenza del secondo, nella medesima area.

A ulteriore supporto della tesi qui propugnata, poi, può essere interessante osservare che ad un analogo riconoscimento della legittimità di tali previsioni parasociali di rinuncia al recesso è recentemente pervenuta anche la giurisprudenza dello stato del Delaware, la quale ha sancito la legittimità dei c.d. *appraisal waivers*, quando stipulati da "contraenti sofisticati"<sup>54</sup>.

Uno spazio forse anche maggiore in favore della legittimità degli accordi parasociali in esame è poi ravvisabile nella s.r.l. Anche in questo caso, il tenore letterale del primo comma dell'art. 2473 ("In ogni caso il diritto di recesso compete ai soci ...") sembrerebbe a prima vista escludere la legittimità di accordi parasociali volti a escludere l'applicazione di una o più cause di recesso legali (o ridurre

---

<sup>52</sup> V. Cass., 4 luglio 2018, n. 17498 (ord.), in *Giur. comm.*, 2/2019, II, 285 ss., con nota di L. PASSADOR, *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*, e Cass., 7 ottobre 2021, n. 27227, *ivi*, 5/2023, II, 851 ss., con nota di D. BONACCORSI DI PATTI, *Intorno all'applicabilità dell'art. 2265 c.c. alle società di capitali*.

<sup>53</sup> È anche la tesi di D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., 244 s.

<sup>54</sup> V. *Manti Holdings, LLC v. Authentix Acquisition Co.*, 261 A.3d 1199 (Del. 2021). Per un commento alla pronuncia v. C.A. NIGRO-D. MALTESE, *Private equity*, cit., 638 ss. In tema cfr. altresì J. FISCH, *A Lesson for Start-Ups*, cit., spec. 965 ss.; EAD., *Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering*, 99 *Wash. U. L. Rev.* 913 (2021), 939 s.

l'ambito applicativo). Abbiamo già visto, tuttavia, che la disposizione deve essere letta in congiunzione con quanto disposto immediatamente prima dal medesimo art. 2473 (“*L’atto costitutivo* determina quando il socio può recedere dalla società e le relative modalità”): da una tale lettura coordinata delle due disposizioni è agevole ricavare una chiara indicazione in favore dell’idea che la preclusione concernente le cause legali di recesso riguardi esclusivamente eventuali pattuizioni statutarie. Inoltre – ed anche in questo caso si tratta del rilievo probabilmente più importante –, anche alla s.r.l. è applicabile l’argomento facente leva sulla recente giurisprudenza in materia di patto leonino, tendente a scindere la valutazione della legittimità di pattuizioni parasociali astrattamente contrastanti con norme imperative dell’ordinamento societario da quella delle clausole statutarie aventi il medesimo contenuto.

In conclusione, i tempi sembrano maturi per abbandonare l’idea, tradizionale e ancora ampiamente condivisa, secondo cui gli accordi parasociali di rinuncia ad una o più cause legali di recesso sono da ritenere radicalmente invalidi<sup>55</sup>.

## 6. Segue: *rinuncia unilaterale preventiva al recesso?*

Una possibile alternativa agli accordi parasociali di cui si detto al paragrafo che precede è rappresentata dalla rinuncia unilaterale preventiva al recesso<sup>56</sup>. Es-

---

<sup>55</sup> Naturalmente, anche a voler accogliere la tesi qui avanzata in favore della legittimità degli accordi parasociali di rinuncia al recesso, residuerebbe comunque un’ineliminabile componente di incertezza. Infatti, rimane comunque un fatto che il tenore letterale tanto dell’art. 2437, ultimo comma, quanto dell’art. 2473, primo comma, supporta, quantomeno in astratto, interpretazioni estensive capaci di abbracciare anche le pattuizioni di natura parasociale. Questo ci induce a ritenere comunque preferibile un intervento di riforma che stabilisca espressamente la legittimità delle modifiche *in peius* al regime legale del recesso. V. *infra*, par. 7.

<sup>56</sup> L’opinione prevalente è che questa forma di rinuncia preventiva generica per il futuro sia radicalmente priva di effetti. V. sul punto C. FRIGENI, *Il diritto di recesso*, cit., 1089. Tutt’al più, si tende ad ammettere la rinuncia preventiva – anche implicita e per fatti concludenti – rispetto a ipotesi di recesso che, ancorché non formalmente verificatesi, siano definite in tutti i loro elementi essenziali (ad esempio, deliberazioni dell’assemblea non ancora adottate ma già compiutamente definite nel contenuto): v. sul punto C. FRIGENI, *op cit.*, 1089. In giurisprudenza v. Trib. Genova, 13 novembre 2013, in *giurisprudenzadelleimprese.it*, ove si stabilisce che il socio non ha diritto di recedere nel caso in cui, pur non avendo espresso voto favorevole alla proposta di deliberazione assembleare che è causa di recesso, abbia precedentemente manifestato il proprio consenso alla decisione. Sul punto, per analoghe conclusioni, v. anche G. FRÈ, *Società per azioni*, V ed., Zanichelli-Soc. ed. Foro it., Bologna-Roma, 1982, 765 s. (con riguardo alla disciplina anteriforma). Cfr. infine le articolate osservazioni di D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., 234 ss., il quale distingue fra assenso preventivo extra-assembleare alla delibera da cui origina il recesso (inammissibile e privo di effetti sul recesso, nell’opinione dell’Autore) e rinuncia preventiva ad avvalersi del recesso per quella data deliberazione (ritenuta ammissibile).

sa, in via del tutto analoga ai primi, potrebbe fungere da efficace strumento per rimediare al problema dell'inderogabilità *in peius* della disciplina legale, consentendo la "disattivazione" di una o più cause di recesso legali. E si può ritenere che essa, quale atto di volontà, per l'appunto, *unilaterale*, sia radicalmente immune dai problemi di compatibilità con l'ultimo comma dell'art. 2437, stante che esso, come sappiamo, concerne i *patti* volti a escludere o rendere più gravoso il recesso<sup>57</sup>, ed anche con la più generica formula ("il recesso compete in ogni caso ai soci ...") di cui al primo comma dell'art. 2473 c.c., la quale, come già visto al paragrafo che precede, concerne le eventuali limitazioni poste alla prerogativa dall'autonomia statutaria e tutt'al più (sebbene, come poc'anzi constatato, di questo si possa fondatamente dubitare) quelle poste per via parasociale, ma non sembra di per sé precludere al singolo socio eventuali atti di disposizione unilaterale del diritto<sup>58</sup>.

Un primo problema è però rappresentato dal fatto che un atto di rinuncia al recesso *a priori*, concernente ad esempio una o più cause legali, finirebbe comunque inevitabilmente per incidere, modificandola, sulla complessiva regolamentazione societaria dell'istituto, equivalendo largamente, quanto a effetti, ad una patteggiamento statutaria che escluda, *per quel dato socio*, il diritto a recedere per quelle cause<sup>59</sup>, in tal modo contravvenendo al carattere immodificabile che il legislatore ha inteso dare alle cause legali di recesso<sup>60</sup>.

Inoltre, dubbi possono essere sollevati anche con riguardo all'effettivo carattere unilaterale della rinuncia. Per quanto il socio possa espressamente qualificarla come tale, la rinuncia usualmente si inserisce in un contesto negoziale, dacché la relativa manifestazione di volontà matura tipicamente nell'ambito di una informale contrattazione fra i soci, ad esito della quale il socio decide, appunto, di rinunciare al recesso. Se considerato all'interno di tale più ampio contesto, l'atto di rinuncia, per quanto formalmente qualificato come atto o dichiarazione unilaterale,

<sup>57</sup> Di diverso avviso sembrerebbe però G. GRIPPO, *Recesso*, cit., 147, secondo cui "[l]a lettera della disposizione impedisce non solo alla maggioranza ma allo stesso socio qualsivoglia deroga in via restrittiva a detta disciplina, neppure sotto forma di rinuncia – in astratto – da parte dell'azionista al diritto riconosciutogli".

<sup>58</sup> Detto altrimenti, stabilire che il recesso "spetta in ogni caso" al singolo socio nelle ipotesi previste al primo comma non sembra impedire che quest'ultimo possa eventualmente rinunciarvi, nell'esercizio della propria generale capacità di disporre dei propri diritti.

<sup>59</sup> La dichiarazione è infatti indirizzata alla società e dunque, almeno in principio, dispiega i propri effetti sul piano societario.

<sup>60</sup> E v. sul punto D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., 235, il quale, con riferimento all'analogo problema dell'assenso preventivo alla deliberazione da cui sorge il recesso, sottolinea, con osservazioni che è facile estendere anche al problema in esame, che "un'adesione preventiva generalizzata sposterrebbe il discorso sul piano del cambiamento del *regolamento* del recesso [...], sicché il contrasto con l'articolo 2437<sup>3</sup> [l'equivalente anteriforma dell'attuale sesto comma: n.d.a.] apparirebbe «frontale»".

è agevolmente riqualificabile quale patto (parasociale) di rinuncia, con conseguente potenziale applicazione delle prescrizioni più volte richiamate.

Per queste ragioni, la dichiarazione unilaterale di rinuncia non appare una tecnica affidabile per rimediare al problema dell'inderogabilità *in peius*.

## 7. Le prospettive di riforma

Le riflessioni che precedono indicano che a buona parte degli inconvenienti dell'attuale sistema del recesso è possibile rimediare senza intervenire sul regime legale, attraverso una serie di soluzioni interpretative ovvero ricorrendo all'autonomia statutaria o allo strumento dei patti parasociali. Non tutti i problemi, tuttavia, sono rimediabili *de iure condito*. Inoltre, alcune delle soluzioni proposte risultano esposte ad una significativa incertezza, legata soprattutto al tenore letterale delle norme attuali, che non sempre appare in grado di supportarle in maniera univoca. Infine, il ricorso all'autonomia privata in funzione correttiva delle disfunzioni del regime legale costituisce una ingiustificata fonte di costi di transazione laddove, come avviene in molti dei casi esaminati, è ragionevole attendersi che l'autonomia privata opti per una sistematica deviazione dal regime legale dispositivo<sup>61</sup>. Si giustifica quindi sicuramente un intervento di riforma volto a eliminare le varie disfunzioni che si sono evidenziate. Le più significative caratteristiche di tale intervento sono già ampiamente emerse nell'analisi che precede, per cui ci si può limitare ad un'opera di richiamo e di "riordino" delle medesime.

Il principale intervento concerne la più volte criticata eccessiva rigidità della disciplina, soprattutto per ciò che concerne il catalogo legale di cause di recesso. Abbiamo visto che la "quantità ottimale" di recesso varia probabilmente da società a società, sulla base di fattori quali il grado di liquidità della partecipazione, la struttura proprietaria, la presenza di rimedi concorrenti e perfino il tipo di impresa esercitata<sup>62</sup>.

---

<sup>61</sup> È idea nota e ampiamente condivisa che, in assenza di significative esternalità, il regime legale dispositivo debba riflettere ciò che le parti, nel libero e informato esercizio della loro autonomia privata, avrebbero stabilito in quelle circostanze *nella maggior parte dei casi*. Un regime di questo tipo è ottimale poiché minimizza i costi di transazione, massimizzando il benessere collettivo. Per queste stesse ragioni, un regime legale dispositivo che invece devii da ciò che le parti avrebbero previsto risulta disfunzionale perché, come osservato nel testo, costringe queste ultime a derogare sistematicamente al modello legale, incorrendo in costi di transazione che si sarebbero potuti evitare attraverso la predisposizione di un regime dispositivo maggiormente allineato a ciò che le parti avrebbero stabilito nell'esercizio della loro autonomia. V., *ex multis*, F. EASTERBROOK-D. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard Univ. Press, Cambridge-London, 1991, 34; J.N. GORDON, *The Mandatory Structure*, cit., 1550 s.

<sup>62</sup> Con riferimento all'aspetto da ultimo richiamato, abbiamo constatato che il recesso pone costi ben maggiori alle imprese ad alto potenziale di crescita, data l'elevata probabilità che queste si tro-

Il fatto che non esista una soluzione ottimale unica (“*one size fits all*”) valevole per tutte le società offre un forte argomento in favore del riconoscimento di maggiore spazio all’autonomia privata. I soci devono poter essere messi in condizione di calibrare la presenza e il peso dell’istituto in funzione delle specifiche caratteristiche ed esigenze della società, in primo luogo riducendo o ampliando il numero di cause di recesso a loro piacimento<sup>63</sup>. Tuttavia, si è visto anche che questa libertà deve conciliarsi con l’esigenza di garantire al rimedio adeguata effettività, obiettivo che si ottiene privando la maggioranza della facoltà di modificare *ex post* in senso peggiorativo il regime del recesso inizialmente previsto. Il regime del recesso, per ciò che concerne lo spazio riservato all’autonomia statutaria, deve dunque essere “duale”: la flessibilità deve essere massima in sede di costituzione del rapporto societario (o comunque prima dell’ingresso in società di investitori di minoranza) e molto inferiore per ciò che concerne le modifiche peggiorative *ex post* (“*midstream*”), per le quali devono essere stabiliti efficaci meccanismi di tutela della minoranza<sup>64</sup>.

Un regime coerente con le direttrici appena individuate è quello in cui: *a*) all’autonomia privata è consentito ridurre il novero di cause di recesso legali e finanche azzerarlo, eliminando del tutto la presenza dell’istituto, in sede di costituzione della società e comunque prima della sua quotazione sul mercato, imponendo al contempo, per le modifiche peggiorative “*midstream*” (ossia le decisioni che comportino l’eliminazione di una o più cause di recesso inizialmente previste – non importa poi se di natura legale-dispositiva od opzionale – o l’aggravamento delle condizioni per usufruirne), il recesso dei soci dissenzienti (com’è peraltro già previsto dall’attuale regime)<sup>65</sup> oppure, sul modello delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza, l’approvazione assembleare da parte della mag-

---

vino a dover adottare decisioni che innescano tale prerogativa. Al contrario, per le medesime ragioni il diritto di recesso sembra porre ostacoli (e costi collettivi) inferiori per le imprese che – per scelta dei soci (si pensi alle microimprese a composizione familiare) o in ragione del tipo attività esercitata – non hanno di fronte a sé significative opportunità di crescita.

<sup>63</sup> Un altro utile intervento concerne la legittimazione a recedere: si è visto (*supra*, cap. 2, par. 18) che nelle società che abbiamo definito a controllo “debole”, specie se caratterizzate da un azionariato di minoranza non polverizzato, può essere efficiente limitare la legittimazione a recedere ai soli soci dissenzienti, così da potenziare lo strumento della maggioranza qualificata come mezzo di contrasto alle decisioni che il mercato considera dannose.

<sup>64</sup> Si noti che l’appena richiamata tecnica duale è tutt’altro che ignota al nostro legislatore. L’attuale disciplina delle azioni a voto multiplo nelle società quotate (art. 127-*sexies* t.u.f.), caratterizzata dalla facoltà per le singole società di quotarsi (e dunque accedere al mercato pubblico dei capitali e al pubblico risparmio) mantenendo tale speciale categoria di azioni ma non di introdurla *ex post*, a quotazione avvenuta, ne costituisce un esempio evidente.

<sup>65</sup> Come già sottolineato, gli artt. 2437, primo comma, lett. *e*) e 2473, primo comma, prevedono quale causa inderogabile di recesso l’eliminazione di una o più cause di recesso derogabili (nel caso della s.p.a.) o statutarie.

gioranza della minoranza;<sup>66</sup> b) la maggioranza (con l'importante eccezione del recesso *ad nutum*, di cui discuteremo nelle pagine che seguono)<sup>67</sup> ha sempre la facoltà di arricchire il novero di cause di recesso<sup>68</sup>.

Il regime riformato che si è appena descritto segnerebbe una sorta di ritorno alle origini. Abbiamo infatti già sottolineato che nella vigenza del codice di commercio del 1882 l'eliminazione statutaria delle cause di recesso era una pratica diffusa (sebbene la sua legittimità già a quei tempi fosse discussa)<sup>69</sup>. Peraltro, come già osservato, nel panorama internazionale si assiste a sviluppi di tipo analogo. Si è già visto, ad esempio, che la Corte Suprema dello stato del Delaware ha recentemente affermato la legittimità di previsioni convenzionali finalizzate a escludere le (poche) cause di recesso previste dal diritto societario di tale Stato<sup>70</sup>.

Un altro importante limite del regime attuale concerne i criteri di liquidazione delle società non quotate, che, come visto più volte, tendono a sovra-compensare sistematicamente il socio, alterando gli incentivi all'esercizio del rimedio. Si rende pertanto necessario intervenire sui criteri attuali, introducendo dei correttivi, nella forma di un "cap" o "tetto" all'importo pagabile a titolo di rimborso, che eliminino gli effetti distorsivi in questione. Una possibile tecnica per introdurre tale tetto è stabilire espressamente, a chiusura delle disposizioni contenenti gli attuali criteri di determinazione del valore di liquidazione, che la somma di denaro individuata in applicazione di tali criteri legali non debba mai eccedere ciò che il socio riceverebbe come corrispettivo per la vendita della propria partecipazione in assenza della delibera che legittima il recesso, dedotti i relativi costi di transazione. Una tale "precisazione" imporrebbe agli amministratori di rivedere sistematicamente al ribasso il valore di liquidazione determinato sulla base dei criteri legali incorporando quelle minusvalenze (sconti di liquidità e minoranza) che permettono di evitare i più volte richiamati effetti di sovra-compensazione. Naturalmente, l'ipotizzato nuovo criterio risulterà derogabile *in peius* alle condizioni che si sono viste sopra (ossia senza limitazioni di

---

<sup>66</sup> Si è visto che un tale accorgimento risulta più efficace delle ordinarie maggioranze qualificate nel garantire protezione ai soci di minoranza. V. *supra*, cap. 2, nt. 220.

<sup>67</sup> V. *infra*, cap. 5.

<sup>68</sup> Diversamente da quanto visto con riferimento alle modifiche che restringono lo spazio di applicazione del recesso, non appaiono sussistere ragioni convincenti per limitare la libertà della maggioranza di ampliare *ex post* il catalogo di cause legali di recesso. Si è visto, infatti (*supra*, cap. 3, parr. 13 e 14), che i tradizionali argomenti addotti contro una tale possibilità – la necessità di realizzare un bilanciamento con la contrapposta esigenza di tutela dei creditori sociali e quella di offrire adeguata protezione al generale interesse alla conservazione dell'impresa – si rivelano in realtà incapaci di offrire una convincente giustificazione alla scelta di limitare l'autonomia privata nell'ampliamento dello spazio di operatività del rimedio.

<sup>69</sup> V. *supra*, cap. 1, par. 3.

<sup>70</sup> V. *supra*, nt. 54 e testo corrispondente.

sorta nel caso in cui la modifica avvenga in sede di costituzione della società o prima della sua quotazione e con adeguate protezioni per la minoranza, nella forma di un diritto di recesso inderogabile o di una delibera adottabile solo con il voto favorevole della “maggioranza della minoranza”, per le modifiche (*midstream*), e derogabile *in melius* senza particolari restrizioni<sup>71</sup>.

Infine, appare opportuno introdurre dei correttivi anche per ciò che concerne i criteri di liquidazione delle società quotate. Si è visto che questi possono generare effetti di sotto-compensazione, ai quali l'autonomia privata può rimediare, ed effetti di sovra-compensazione, che quest'ultima non ha invece il potere di correggere. Assumendo che la regola preferibile come criterio legale di *default* sia quella che le parti sceglierebbero nella maggior parte dei casi<sup>72</sup> e che questa sia, a propria volta, quella che garantisce (ad un costo ragionevole) l'efficiente operare del rimedio, minimizzando gli appena accennati problemi di sotto- e sovra-compensazione, la disposizione ottimale appare essere quella che prevede che al socio venga liquidata una somma di denaro corrispondente al prezzo di borsa delle azioni nel momento in cui il recesso è esercitato, “depurato” degli effetti (positivi o negativi) della decisione che è causa di recesso. Come già osservato, una solu-

---

<sup>71</sup> Deve osservarsi che non è dato ravvisare alcuna plausibile ragione per cui i soci possano avere interesse a prevedere un criterio alternativo premiante che, come avviene con i criteri attuali, sovra-compensi il socio distorcendo gli incentivi all'esercizio del rimedio. Questo, tuttavia, non rappresenta una buona ragione per limitare l'autonomia privata sul punto, come invece generalmente ritenuto (v. *ex multis* G.V. CALIFANO, *Il recesso*, cit., 114, 118 s.). È vero che un criterio premiante del tipo appena accennato, introducendo un elemento di disfunzione nel governo della società, potrebbe indirettamente nuocere alle ragioni dei creditori (con riferimento al danno diretto al ceto creditorio, derivante dalla più accentuata onerosità del recesso e dunque dalla sua accresciuta capacità di drenare risorse comuni, possono ribadirsi i rilievi già svolti al cap. 3, par. 13; e v. sul punto le analoghe osservazioni M. SPERANZIN, *Criteri di liquidazione*, cit., 898). Deve però osservarsi che il fatto che una tale scelta danneggi *primariamente* gli interessi dei soci, creando un intralcio all'assunzione di decisioni creatrici di valore, costituisce già un'adeguata garanzia per i creditori. È infatti ragionevole ritenere che, per la ragione appena riferita, raramente l'autonomia privata si orienterà nel senso indicato. A ciò si aggiunga che vi è una serie di atti e decisioni capaci di nuocere in maniera ben più grave agli interessi dei creditori, che tuttavia la società è pienamente libera di adottare (si pensi alle decisioni che aumentano l'esposizione debitoria, danneggiando i creditori preesistenti), e questo sembra un argomento sufficiente per respingere l'idea che all'autonomia privata debba essere preclusa la possibilità di prevedere criteri disfunzionalmente premianti per il socio recedente. Né invocare l'interesse alla conservazione dell'impresa varrebbe a giustificare una scelta in questo senso: come già sottolineato (*supra*, cap. 3, par. 14), comprimere la libertà negoziale dei soci in nome di tale interesse asseritamente superiore costituisce una scelta di stampo istituzionalistico contraria alla moderna concezione delle società di capitali, oltretutto contrastante con l'attuale disciplina di queste società. Ciò detto, sono comunque in molti a dubitare della validità di clausole statutarie che permettano al socio di ottenere una somma di denaro superiore a quanto garantito dai criteri legali: in tema v. G. GRIPPO, *Recesso*, cit., 188 (con riferimento al regime precedente la riforma del 2003); M. ROSSI, *Sulla valutazione delle azioni*, cit., 1414, nt. 72.

<sup>72</sup> V. *supra*, nt. 61.

zione di questo tipo rende sicuramente più complessa la determinazione del valore di rimborso e l'assoggetta altresì ad alcuni inevitabili (seppur contenuti) margini di discrezionalità<sup>73</sup>, ma ha il pregio di eliminare in radice qualsiasi effetto di sovra- o sotto-compensazione, garantendo un corretto utilizzo della prerogativa. L'autonomia privata, poi, ove ritenesse gli inconvenienti appena accennati superiori ai benefici, avrebbe sempre la possibilità di optare per criteri diversi, "riavvicinandosi" alla disciplina attuale. Ad esempio, potrebbe optare per il criterio della media semestrale, stabilendo però come *dies a quo* per il calcolo a ritroso del valore di liquidazione il giorno in cui l'informazione concernente la decisione che è causa di recesso trapela, in luogo di quello di pubblicazione dell'avviso di convocazione, oppure potrebbe prevedere, a correttivo dei rischi di sotto-compensazione insiti nel criterio della media, che il valore di liquidazione corrisponda al prezzo più elevato fra quello medio semestrale e quello del giorno di mercato che precede la pubblicazione dell'avviso o la comunicazione al mercato della notizia concernente la progettata operazione<sup>74</sup>.

---

<sup>73</sup> Il margine di discrezionalità è giudicato contenuto (e la relativa incertezza, di conseguenza, tollerabile) perché non appare difficile determinare con accettabile precisione l'effetto della decisione sul prezzo dell'azione, ad esempio attraverso l'osservazione della reazione del mercato all'annuncio dell'operazione e l'analisi delle ulteriori informazioni nel frattempo pervenute sul mercato e astrattamente capaci di incidere sui corsi di borsa. Vi sono metodologie – come i c.d. *event studies* – ampiamente utilizzate dalle scienze economiche proprio a questi fini.

<sup>74</sup> V. *supra*, par. 4.



## Capitolo 5

### IL RECESSO AD NUTUM

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. La funzione del recesso *ad nutum*: tutela della minoranza? – 3. *Segue*: il recesso *ad nutum* come strumento per permettere al socio di liberarsi da un vincolo perpetuo? – 4. *Segue*: il recesso *ad nutum* come strumento di liquidità. – 5. Fattispecie minori funzionalmente analoghe: il recesso riconosciuto in presenza di clausole statutarie che limitano o impediscono la cessione della partecipazione. – 6. I profili di forte disfunzionalità del recesso *ad nutum*. – 7. Correttivi interpretativi e proposte di riforma. – 8. Osservazioni conclusive.

#### 1. Introduzione

Un'indagine volta a comprendere il ruolo del recesso nel governo delle società di capitali non sarebbe completa se non dedicasse spazio anche all'analisi del ruolo e della funzione del recesso *ad nutum*. Come si è ampiamente sottolineato, questa forma di recesso, riconosciuta al socio di società per azioni non quotata<sup>1</sup> e al socio di società a responsabilità limitata costituite a tempo indeterminato<sup>2</sup>, occupa

---

<sup>1</sup> Il progetto di riforma originario, peraltro, lo riconosceva anche in favore del socio di società quotata: v. sul punto M. CALLEGARI, *Art. 2437*, cit., 1399, in nota. Secondo l'Autrice appena citata (p. 1401), l'esclusione trova la propria giustificazione "nella volontà di salvaguardare l'integrità del capitale sociale di queste compagini [...] a fronte comunque di un più facile potere di disinvestimento del socio legato al mercato delle azioni". Torneremo su questo aspetto al par. 4.

<sup>2</sup> Con riferimento alla prima, v. gli artt. 2328, secondo comma, n. 13, c.c. ("[L'atto costitutivo deve indicare] la durata della società ovvero, se la società è costituita a tempo indeterminato, il periodo di tempo, comunque non superiore ad un anno, decorso il quale il socio potrà recedere") e 2437, terzo comma, c.c. ("Se la società è costituita a tempo indeterminato e le azioni non sono quotate in un mercato regolamentato il socio può recedere con il preavviso di almeno centottanta giorni; lo statuto può prevedere un termine maggiore, non superiore ad un anno"). Con riferimento alla seconda v. l'art. 2473, secondo comma, c.c. ("Nel caso di società contratta a tempo indeterminato il diritto di recesso compete al socio in ogni momento e può essere esercitato con un preavviso di almeno centottanta giorni; l'atto costitutivo può prevedere un periodo di preavviso di durata maggiore purché non superiore ad un anno"). È interessante notare che la società di capitali a tempo indeterminato costituisce, al pari del diritto di recesso *ad nutum* che vi si accompagna, una novità della ri-

una posizione assolutamente peculiare nell'attuale sistema del recesso. Note ed evidenti sono le differenze rispetto alle altre fattispecie di recesso, oggetto di analisi nelle pagine che precedono: diversamente da quelle, *a*) il recesso *ad nutum* è "libero", nel senso che non è legato ad una decisione della maggioranza o ad altro evento indipendente dalla volontà del singolo socio, ma risulta rimesso all'esclusiva e insindacabile (salvo probabilmente il limite generale della buona fede e correttezza)<sup>3</sup> volontà di quest'ultimo<sup>4</sup>; correlativamente, *b*) può essere utilizzato da qualsiasi socio, e dunque anche dal socio di maggioranza<sup>5</sup> (e finanche da tutti i soci contemporaneamente), *c*) la società non ha il potere di bloccarne l'esercizio<sup>6</sup>, se non attraverso l'opzione radicale (e, come si vedrà meglio più avanti, spesso distruttrice di valore)<sup>7</sup> rappresentata dello scioglimento<sup>8</sup>.

---

forma del 2003. Come sottolineato da più di un autore (D. GALLETTI, *Art. 2437*, cit., 1515; M. STELLA RICHTER Jr., *Le società a tempo indeterminato*, in *Giur. comm.*, 6/2023, I, 914; ID., *Il tempo nei contratti sociali e parasociali*, in *Riv. dir. civ.*, 5/2000, 669 s.), infatti, prima della riforma la previsione di un termine di durata era comunemente considerata un elemento indefettibile del contratto di società. Ma v. sul punto proprio STELLA RICHTER JR, *Il tempo*, cit., 670 ss., fra i pochi ad ammettere la legittimità di una società per azioni a tempo indeterminato ("l'indicazione della durata non è da annoverarsi tra quelle strettamente necessarie dell'atto costitutivo [...] (p. 673)).

<sup>3</sup> V. in questo senso G. FERRI, *Le società*, cit., 282; A. TOFFOLETTO, *L'autonomia privata*, cit., 379. V. anche *supra*, cap. 4, par. 3.

<sup>4</sup> Il punto è ampiamente sottolineato in dottrina: cfr., *ex multis*, V. CARIDI, *Recesso libero*, cit., 668 ("Ciò che invece differenzia, sul piano strutturale, il recesso *ad nutum* dalle altre ipotesi di recesso è la circostanza che, in questo caso, la dichiarazione di voler uscire dalla società non si configura come reazione ad un evento (sopravvenuto) attinente alla vita dell'ente, ma [...] riposa puramente e semplicemente su una scelta individuale del singolo socio"); A. MORANO, *Analisi delle clausole statutarie in tema di recesso alla luce della riforma della disciplina delle società di capitali*, in *Riv. not.*, 2/2003, 310 ("in tale ipotesi il socio potrà recedere per qualunque ragione (o senza una ragione apprezzabile)").

<sup>5</sup> V. *ex multis* A. BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. impr.*, 3/2004, 1132; G.F. CAMPOBASSO, *La costituzione della società per azioni*, in *Società*, 2-bis/2003, 286; S. GUIZZARDI, *Il recesso*, cit., 229; P. PISCITELLO, *Riflessioni*, cit., 522; G. ZANARONE, *Della società*, cit., 797.

<sup>6</sup> Invece, come già sottolineato, nelle ipotesi di recesso ancorate a una deliberazione assembleare la società è messa in condizione di bloccarne l'esercizio attraverso la revoca della delibera (v. quanto disposto dall'art. 2437-bis, terzo comma e dall'art. 2473, quinto comma). Inoltre, si è altresì osservato (*supra*, cap. 4, nt. 124) che appare ragionevole ritenere che il recesso perda egualmente efficacia anche nelle ipotesi in cui esso non trovi la propria causa in una deliberazione assembleare ma in una decisione del socio di controllo, nel caso in cui questa venga revocata per tempo (e ove naturalmente sia possibile di fatto accertare in via univoca una tale revoca). Ad esempio, appare corretto ritenere che il diritto di recesso che spetta al socio in occasione dell'inizio dell'attività di direzione e coordinamento venga meno se il socio di controllo "disperde" il pacchetto di maggioranza posseduto attraverso la sua cessione a più acquirenti terzi indipendenti.

<sup>7</sup> V. quanto osservato al par. 6.

<sup>8</sup> Che anche il recesso *ad nutum*, al pari delle altre cause di recesso discusse in precedenza, perda

Anche in questo caso, si tratta di comprendere l'esatta funzione di questa peculiare forma di recesso. Le pagine che seguono affrontano tale problema rivisitando criticamente le principali ricostruzioni offerte dalla dottrina e indagando la precisa meccanica di funzionamento del rimedio. Sulla base di queste riflessioni, verrà condotta un'analisi volta a valutare la complessiva efficienza dello strumento. Si avrà modo di constatare che il recesso *ad nutum* costituisce un istituto fortemente disfunzionale per il governo delle società di capitali.

## 2. La funzione del recesso ad nutum: tutela della minoranza?

Nelle pagine che precedono abbiamo constatato che le ipotesi di recesso previste dall'attuale diritto societario, pur nella loro apparente eterogeneità, rispondono, salvo limitatissime eccezioni<sup>9</sup>, al comune obiettivo di tutelare il socio di minoranza rispetto a decisioni della maggioranza potenzialmente lesive del suo interesse. È possibile ricondurre anche il recesso *ad nutum* ad una tale funzione?

Una serie di elementi suggerisce che l'istituto in esame non svolge – o almeno non svolge *primariamente* – una tale funzione<sup>10</sup>. Il primo e più evidente è rappresentato dal fatto, sottolineato poc'anzi, che esso non è costruito normativamente come strumento di risposta e reazione ad una decisione (o, più in generale, a un atto o fatto) della società, ma è esclusivamente legato alla volontà del singolo so-

---

efficacia per effetto della delibera di scioglimento della società sembra potersi desumere in maniera alquanto univoca dal dettato dell'art. 2437-bis, terzo comma, il quale, nel prevedere che lo scioglimento della società priva di efficacia il recesso già esercitato, fa generico riferimento a qualsiasi ipotesi di recesso. Piuttosto, non è chiaro da quando debba farsi decorrere il termine di novanta giorni stabilito dalla disposizione appena richiamata per l'adozione della delibera di scioglimento: se dalla dichiarazione di recesso, dalla quale decorre il termine di preavviso di almeno centottanta giorni previsto dal terzo comma dell'art. 2437, o dallo spirare di tale termine e dunque dal momento in cui il recesso acquista concretamente efficacia. La lettera dell'art. 2437-bis, terzo comma (“il recesso ... già esercitato ... è privo di efficacia se, entro novanta giorni ... è deliberato lo scioglimento della società) sembrerebbe avvalorare questa seconda lettura. In tema v. *amplius* A. BARTOLACELLI, *Profili*, cit., 1150 ss.

<sup>9</sup> Ci si riferisce al recesso da sopravvenuta minusvalenza del conferimento in natura, su cui v. quanto osservato al cap. 2, nt. 16, nonché al recesso legato alla presenza di clausole di intrasferibilità della partecipazione o di clausole di mero gradimento, di cui discuteremo al successivo par. 5.

<sup>10</sup> La diversità del recesso *ad nutum* dalle altre ipotesi di recesso sul piano della funzione è sottolineata da molti: cfr. A. BARTOLACELLI, *Profili*, cit., 1132 (per l'osservazione secondo cui il recesso *ad nutum*, per il fatto di risultare del tutto slegato dall'adozione di una delibera (e, più in generale, da qualsiasi altro “fatto”), fa “venire meno una classificazione, forse la principale, che da sempre ha accompagnato e caratterizzato l'istituto del recesso: l'essere non solo espressione, ma addirittura baluardo dei cosiddetti *Minderheitsrechte*”) e 1146 (per l'osservazione, in realtà solo in parte condivisibile alla luce di quanto poco più avanti osservato nel testo, secondo cui “il recesso *ad nutum*, per sua natura, è slegato da ogni logica di reazione”); V. CARIDI, *Recesso libero*, cit., 606 s.; L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria*, cit., 148; A. TOFFOLETTO, *L'autonomia privata*, cit., 377, che sottolinea come tale forma di recesso “si ponga su un piano funzionale diverso da ogni altra causa di recesso”).

cio. Naturalmente, è ben possibile che fra le motivazioni che possono spingere il socio ad esercitare questa forma di recesso vi sia il disaccordo e l'insoddisfazione per l'adozione di decisioni o il compimento di atti ritenuti dannosi<sup>11</sup>. Correlativamente, è altresì possibile che la presenza di una tale prerogativa abbia una qualche incidenza su come il potere della maggioranza viene effettivamente esercitato: la prospettiva che il socio eserciti il recesso *ad nutum* a seguito di comportamenti ritenuti dannosi o ingiusti, in particolare, può ben indurre la prima ad astenersi dal compierli<sup>12</sup>. Tuttavia – ed è questo l'elemento cruciale –, la prerogativa in esame può essere utilizzata anche per altre ragioni, del tutto slegate da come la maggioranza abbia esercitato il proprio potere: ad esempio, per ragioni attinenti alla personale situazione finanziaria del socio<sup>13</sup>.

In secondo luogo, si consideri che il recesso *ad nutum*, quando concretamente utilizzato in risposta a specifiche decisioni o atti ritenuti dannosi<sup>14</sup>, non possiede comunque la capacità di immunizzare il socio dalle relative conseguenze pregiudizievoli. La ragione risiede nel fatto che il valore di liquidazione viene calcolato con riferimento ad un momento – quello in cui il socio, in reazione alla decisione ritenuta sgradita, esercita il diritto<sup>15</sup> – che è successivo all'adozione di questa e che dunque, per tale ragione, ne riflette gli effetti<sup>16</sup>. Per evitare che questo avvenga ed ottenere protezione piena il socio dovrebbe optare per un esercizio “preven-

---

<sup>11</sup> D'altronde, nel diritto societario nordamericano il diritto del membro di una *partnership* (tipo di società assimilabile alle nostre società di persone) di provocare lo scioglimento della società e la conseguente divisione del residuo attivo è comunemente considerato fra i principali e più efficaci strumenti di tutela contro il rischio di abuso (*oppression*) da parte della maggioranza, tant'è che alcuni autori hanno proposto di estendere tale prerogativa anche alle società di capitali chiuse, dove lo scioglimento è deliberato dalla maggioranza e il socio può quindi ben trovarsi prigioniero della società ed esposto a tale rischio di abuso (J.A.C. HETHERINGTON-M.P. DOOLEY, *Liquidity and Exploitation*, cit., 45 ss.). Questo costituisce riprova del fatto che il recesso *ad nutum* – il quale è nei fatti assimilabile alla prerogativa poc'anzi menzionata (e v. sul punto anche quanto osservato alla successiva nt. 36) – può anche svolgere nei fatti una funzione di tutela del socio di minoranza contro i possibili abusi della maggioranza.

<sup>12</sup> V. ancora J.A.C. HETHERINGTON-M.P. DOOLEY, *Liquidity and Exploitation*, cit., 42 (“Because of the ease of withdrawal, controlling members of partnerships can ignore the preferences of another partner only at the risk of losing his investment”).

<sup>13</sup> E. v. anche quanto osservato *infra*, par. 6, circa i rischi e i costi di una tale eventualità.

<sup>14</sup> Ad esempio, si può immaginare che esso possa venire esercitato in una s.p.a. chiusa a tempo indeterminato in risposta ad una delibera di fusione o di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, le quali, come si è più volte sottolineato, in questo tipo di società non costituiscono causa di recesso.

<sup>15</sup> In questo senso anche M. BIONE, *Informazione ed exit*, cit., 215.

<sup>16</sup> Questo è tanto più vero se si accede alla tesi (sostenuta tra gli altri da A. BARTOLACELLI, *Profili*, cit., 1155 ss.; A. TOFFOLETTO, *La valutazione*, cit., 26) secondo cui il valore di liquidazione andrebbe calcolato non con riferimento alla data di esercizio del recesso, coincidente con quella in cui il socio effettua la comunicazione di preavviso di recesso (ovvero la società la riceve), ma allo scadere del periodo di preavviso, quando il recesso diviene efficace.

tivo” del rimedio, precedente l’adozione della decisione ritenuta dannosa. A questo stadio, tuttavia, il pregiudizio risulterebbe ancora del tutto aleatorio, non essendosi ancora prodotto nella sfera giuridica del socio.

Si noti la profonda diversità che sussiste, relativamente a questo aspetto, rispetto alle altre ipotesi di recesso. Quali strumenti di reazione legati all’adozione di una specifica decisione, anche ad esse si può ricorrere solo successivamente alla sua adozione. Diversamente dal recesso *ad nutum*, tuttavia, esse offrono al socio una protezione piena (almeno in linea di principio) rispetto agli effetti pregiudizievole della decisione poiché è pacifico, proprio in ragione della loro specifica funzione di tutela, che il valore di liquidazione debba essere calcolato con riferimento ad un momento che precede l’adozione della decisione. Al contrario, non è dato riscontrare alcun valido argomento per ritenere che la medesima soluzione si applichi al recesso *ad nutum*. Anzi, proprio il fatto che esso risulta legato da un atto o una decisione della maggioranza e ancorato esclusivamente alla volontà del socio fornisce un solido argomento in favore dell’idea che il valore di liquidazione vada determinato con riferimento al momento in cui la prerogativa è esercitata, senza scomputare gli effetti, positivi o negativi che siano, della decisione che *di fatto* può aver indotto il socio ad avvalersi della prerogativa, con la conseguenza che il rimedio risulta concretamente inidoneo a tutelare il socio dall’eventuale pregiudizio connesso a quella.

Il recesso *ad nutum* non può dunque considerarsi uno strumento volto primariamente (e men che meno esclusivamente) alla tutela del socio di minoranza, com’è invece predicabile delle altre ipotesi di recesso. Esso può di fatto prestarsi ad un tale scopo, ma questo non esaurisce le finalità della prerogativa né appare costituire il principale obiettivo alla base del suo riconoscimento.

### 3. Segue: *il recesso ad nutum come strumento per permettere al socio di liberarsi da un vincolo perpetuo?*

Sebbene, come chiarito al paragrafo che precede, il recesso *ad nutum* non sia riconducibile ad una funzione di protezione del socio di minoranza rispetto ad atti e decisioni della maggioranza, in molti vi attribuiscono comunque una più generica funzione di tutela di interessi individuali del socio (né, d’altra parte, potrebbe essere altrimenti, data la sua natura di diritto “personale”), riconoscendo in esso lo strumento attraverso cui permettere a quest’ultimo di liberarsi da un vincolo, il rapporto sociale, altrimenti perpetuo.

Secondo questa ricostruzione, il recesso *ad nutum* rifletterebbe la trasposizione, nel sistema delle società di capitali, di un principio proprio del diritto generale dei contratti, quello dell’inammissibilità dei vincoli obbligatori perpetui<sup>17</sup>. Un’in-

<sup>17</sup> Il punto è ampiamente condiviso. Cfr. C. ANGELICI, *La riforma*, cit., 88; V. CALANDRA BUO-

dicazione in questo senso è ricavabile dalla stessa Relazione alla riforma, che, nell'illustrare la scelta di introdurre questa fattispecie di recesso per le società per azioni prive di termine di durata, la riconduce espressamente "ai principi generali in tema di contratti"<sup>18</sup>.

Nel diritto contrattuale è comune la previsione del diritto di recesso, svincolato da condizioni o limiti particolari e dunque discrezionale o *ad nutum*, nel caso di contratti a tempo indeterminato, nei quali, proprio per l'assenza di un termine di durata, il contraente risulta vincolato *sine die* all'esecuzione della prestazione. Questa forma di recesso, che ha un'origine giurisprudenziale<sup>19</sup> e rappresenta oggi una costante nella disciplina dei contratti tipici a tempo indeterminato<sup>20</sup>, nell'opinione dei più si giustificherebbe sulla base dell'esigenza di "evitare la perpetuità dei vincoli obbligatori"<sup>21</sup>. Alla base del recesso vi sarebbe dunque l'esigenza di

---

NAURA, *Il recesso*, cit., 303 ("il recesso *ad nutum* trova la sua "causa" nella indeterminatezza della durata [della società,] che genera la necessità di evitare che il socio rimanga vincolato *sine die* ad un rapporto contrattuale privo di un termine temporale"); M. CALLEGARI, *Art. 2437*, cit., 1399; C. IBBA, *I limiti dell'autonomia statutaria (note preliminari)*, in F. FARINA *et al.* (a cura di), *La nuova s.r.l.: prime letture e proposte interpretative*, Giuffrè, Milano, 2004, 47; G. ZANARONE, *Della società*, cit., 801 (che ravvisa nel principio un argomento in favore dell'inderogabilità del recesso *ad nutum*). In giurisprudenza v. Cass., 29 gennaio 2024, n. 2629, in *Riv. dir. comm.*, 1/2024, II, con nota di C. ANGELICI, *Orientamenti e questioni in tema di diritto di recesso*, 111 ss., a p. 120.

<sup>18</sup> *Relazione*, cit., par. 1, n. 3. Come osserva M. GATTI, *Sul recesso del socio da s.r.l. avente durata eccessiva*, in *Giur. comm.*, 4/2017, 610, in nota, il richiamo deve intendersi riferito anche al recesso *ad nutum* previsto per la s.r.l. a tempo indeterminato. Sul punto v. anche V. CARIDI, *Recesso libero*, cit., 604, 662 s.

<sup>19</sup> V. per tutti R. SACCO-G. DE NOVA, *Il contratto*, t. II, III ed., Utet, Torino, 2004, 731.

<sup>20</sup> R. SACCO-G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., 738, i quali affermano altresì che da tale carattere sarebbe poi dato dedurre un principio generale applicabile anche ai contratti atipici.

<sup>21</sup> R. SACCO-G. DE NOVA, *Il contratto*, cit., 738. Seguendo una classificazione alquanto diffusa, i due Autori qualificano questa forma di recesso come recesso "ordinario", contrapponendolo al recesso "straordinario". Mentre il primo costituisce "causa estintiva normale del rapporto di durata a tempo indeterminato", il secondo "incide sui rapporti muniti di termine, anticipandone la cessazione", e "risponde ad esigenze eccezionali, attinenti alla patologia del rapporto". Deve osservarsi che la ricostruzione richiamata nel testo non è unanimemente condivisa. Vi è infatti chi attribuisce al recesso previsto per i contratti a tempo indeterminato una funzione "determinativa" del *quantum* della prestazione dedotta in contratto e quindi di integrazione di un contratto altrimenti mancante di uno dei suoi elementi essenziali e pertanto irrimediabilmente nullo. V. sul punto S. CAPPIELLO, *Recesso ad nutum*, cit., 526 s.; M. GATTI, *Sul recesso del socio*, cit., 613 s. L'appena richiamata tesi trova un'eco nella ricostruzione di V. CARIDI, *Recesso libero*, 672, il quale osserva che "il recesso *ad nutum* del socio, in quanto tecnica di disinvestimento, trov[a] la propria giustificazione, sul piano normativo, nell'esigenza di attribuire (sebbene solo in via potenziale) un orizzonte cronologico all'investimento tutte le volte in cui la programmazione temporale della società sia avvenuta avendo riguardo non tanto alla dimensione finanziaria della partecipazione al sodalizio societario, quanto al carattere cronologicamente non definito, né definibile del progetto imprenditoriale in cui si risolve l'attività oggetto della società". Sul tema dell'inammissibilità dei vincoli obbligatori perpetui v. an-

tutelare la libertà delle parti, compromessa in misura inaccettabile da obblighi privi di termine di durata<sup>22</sup>.

Anche il recesso societario *ad nutum* previsto per le società di capitali “chiuso” costituito a tempo indeterminato sarebbe riconducibile alla medesima logica e svolgerebbe quindi la funzione di permettere al socio di liberarsi da un vincolo altrimenti perpetuo. In questo modo, esso tutelerebbe le fondamentali libertà personali dell’individuo, ed in special modo la libertà di associazione, che presuppone anche la libertà di uscita dall’organizzazione, nonché la libertà di iniziativa economica, che si traduce anche nel (o può essere intesa come) diritto dell’individuo di riorientare i propri investimenti verso nuove iniziative imprenditoriali<sup>23</sup>.

Una tale ricostruzione, tuttavia, non convince<sup>24</sup>, per due ragioni. La prima attiene alla particolare natura del vincolo partecipativo nelle società di capitali. Nei contratti a tempo indeterminato (nonché, come vedremo più oltre, nelle società di persone), la scelta legislativa di attribuire al contraente la facoltà unilaterale di interrompere il rapporto si basa sull’*onerosità* del vincolo assunto, rappresentata dal fatto che per effetto del contratto la parte è obbligata a eseguire in favore della controparte una data prestazione per un tempo, per l’appunto, indefinito. Nelle società di capitali, tuttavia, una tale onerosità è del tutto assente<sup>25</sup>. Infatti, se si

---

che l’accurata ricostruzione di M. LAMANDINI, *Perpetual Notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5/1991, 609 ss.

<sup>22</sup> V. per tutti F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, vol. II, *Le obbligazioni e i contratti*, t. I, *Obbligazioni in generale. Contratti in generale*, IV ed., Cedam, Padova, 2004, 542. Non ci si può esimere dal notare l’impronta paternalistica che sottende a questa scelta. Il vincolo perpetuo, infatti, in quanto vincolo contrattuale è assunto pur sempre volontariamente dal singolo, che dunque si presume incapace di adottare, in questo caso, una decisione razionale (ossia una decisione che ne rifletta effettivamente gli interessi; che sia coerente, per usare il linguaggio dell’economia, con l’obiettivo di massimizzazione della propria utilità individuale). Non è da escludersi, peraltro, che l’assunzione abbia effettivamente un qualche fondamento. Infatti, non appare implausibile ritenere che molti contraenti tendano sistematicamente a sottostimare il “peso” dei vincoli perpetui. Se così fosse, la scelta del legislatore di limitare tali vincoli non risulterebbe priva di giustificazione.

<sup>23</sup> Sul punto v. anche V. CARIDI, *Recesso libero*, cit., 646 s.

<sup>24</sup> Perplessità sono manifestate anche da S. CAPPIELLO, *Recesso ad nutum*, cit., 523 s. (il quale, sulla scorta di quanto osservato da M. LAMANDINI, *Perpetual notes*, cit., 624 (richiamato testualmente *infra*, nt. 25), ritiene che si debba “dubitare dell’applicazione indiscriminata del principio [di inammissibilità dei vincoli perpetui]”); L. DELLI PRISCOLI, *L’uscita volontaria*, cit., 154 (secondo cui la regola in esame costituisce “un principio che non può avere cittadinanza in tema di società di capitali o quantomeno non riveste il carattere di principio di ordine pubblico economico”); P. PISCITELLO, *Riflessioni*, cit., 521, il quale discorre di “meccanica applicazione dei principi consolidati in tema di contratti di scambio a tempo indeterminato”; A. PACIELLO, *Il diritto*, cit., 428 s., sulla base dell’osservazione che la durata indefinita dell’investimento è stata voluta dal socio (e v. sul punto anche quanto osservato *supra*, nt. 22); A. TOFFOLETTO, *L’autonomia privata*, cit., 378.

<sup>25</sup> Cfr. M. LAMANDINI, *Perpetual notes*, cit., 624, il quale, su di un piano più generale, osserva che “non sembra corrispondere alla normativa l’affermazione secondo cui la perpetuità (unilaterale

eccezione il caso, assolutamente marginale, della partecipazione in società in accomandita per azioni, la partecipazione in queste società non dà luogo a situazioni giuridiche passive, ossia non genera obblighi verso la società o gli altri soci (al di là di quello, iniziale e predefinito nel *quantum*, di effettuare il conferimento)<sup>26</sup> o responsabilità rispetto alle obbligazioni assunte da quest'ultima<sup>27</sup>. Eseguito il conferimento, il socio acquista esclusivamente situazioni giuridiche "attive" ("diritti", "facoltà", "prerogative")<sup>28</sup>. Nelle società di capitali, pertanto, il recesso non può avere la funzione di offrire al socio la possibilità di liberarsi da un "vincolo", inteso appunto quale situazione giuridica passiva e dunque onerosa, perpetuo.

In secondo luogo, nelle società di capitali la partecipazione è di regola liberamente trasferibile, di talché il socio ha sempre la possibilità di elidere il proprio legame con la società attraverso la cessione delle azioni o della quota a terzo acquirente<sup>29</sup>. La tutela dell'interesse del socio all'uscita è così forte e incondizionata

---

o bilaterale) del vincolo è sempre e comunque eccessivamente onerosa", osservando altresì che "[n]el contesto [...] di determinati contratti la perpetuità o la lunga durata possono corrispondere all'interesse di entrambe o almeno d'una parte senza costituire un peso troppo gravoso per l'altra, o senza che, pur essendo un peso, esso comporti la degenerazione dello schema contrattuale in senso causale".

<sup>26</sup> Si noti che il fatto che l'esecuzione del conferimento possa essere frazionata nel tempo (si allude alla possibilità di versare inizialmente solo il venticinque per cento del conferimento in denaro, impegnandosi a versare la parte rimanente quando gli amministratori ne facciano richiesta) non rende la relativa prestazione una prestazione di carattere continuato. Come osservato nel testo, il *quantum* della prestazione (la somma di denaro dovuta alla società a titolo di conferimento) è infatti comunque predeterminato e non soggetto a modifiche unilaterali successive, cosa che permette al socio di conoscere *ab initio* la precisa entità della prestazione dovuta, che rimarrà la medesima sia nel caso in cui venga eseguita in un'unica soluzione all'atto della costituzione della società (o dell'aumento del capitale), sia nel caso in cui venga eseguita in due o più soluzioni successive.

<sup>27</sup> Salvo ovviamente che nel caso di un esercizio scorretto di quei poteri e quelle facoltà (si pensi ad esempio alla responsabilità da abuso di direzione unitaria), ovvero, specialmente nella s.r.l., di una diretta partecipazione alla gestione. Rimane però il fatto che l'insorgere di queste responsabilità è nel pieno controllo del socio e, cosa ancora più importante ai fini del ragionamento che si sta conducendo, presuppone comunque un contegno attivo di quest'ultimo. La mera titolarità della partecipazione, accompagnata da un atteggiamento di passività e disinteresse per le vicende societarie, può comportare una perdita di valore della partecipazione posseduta (in ragione del mancato controllo sull'amministrazione) ma non l'insorgere di responsabilità e oneri di alcun tipo. Peraltro, il socio non è nemmeno limitato nella sua libertà economica, dal momento che sia nella s.p.a. che nella s.r.l. allo *status* di socio non sono associati obblighi di non concorrenza, diversamente da quanto previsto per le società di persone.

<sup>28</sup> Lo sottolinea anche V. CARIDI, *Recesso libero*, cit., 694 ("nelle società di capitali [...] la prestazione richiesta al socio si esaurisce nel conferimento [...] [e] il socio risponde limitatamente alla quota di capitale conferito, sicché nessuna obbligazione "di garanzia" grava sul suo patrimonio nel corso dello svolgimento del rapporto"), sebbene l'Autore non tragga dalla notazione le medesime conclusioni di chi scrive.

<sup>29</sup> V. sul punto M. STELLA RICHTER, *Il tempo*, cit., 671, 673 s., per la condivisibile osservazione

che, qualora lo statuto dovesse prevedere l'intrasferibilità della partecipazione o dovesse subordinarne il trasferimento al mero gradimento dell'organo amministrativo o degli altri soci, la legge attribuisce inderogabilmente al socio il recesso (o il diritto di *sell-out*)<sup>30</sup> come *way out* alternativa<sup>31</sup>. È difficile, pertanto, che nelle società di capitali possa verificarsi una situazione di vera e propria "prigione" del socio, dacché costui ha sempre la possibilità giuridica (vuoi attraverso la cessione della partecipazione a terzi, vuoi, in via subordinata, attraverso il recesso o il diritto di *sell-out*) di recidere il legame partecipativo<sup>32</sup>. Per "statuto legale" (inderogabile), pertanto, le società di capitali, anche quando stipulate a tempo indeterminato, non sono mai realmente prive di termine per il singolo socio. In queste società, infatti, la mancata previsione di un termine e la conseguente durata indeterminata del contratto sociale non si traducono mai in un obbligo per il socio di conservare *sine die* la propria qualità di membro dell'organizzazione.

Più che alla posizione di parte contraente in un contratto privo di termine e "oneroso", nel senso che si è detto (ossia fonte di obblighi o responsabilità), la partecipazione in una società di capitali è più agevolmente assimilabile ad una situazione giuridica di natura dominicale, e, almeno nella misura in cui una tale situazione non genera oneri o costi apprezzabili (cosa che oggi non è probabilmente più predicabile soprattutto per la proprietà immobiliare, aspetto su cui torneremo brevemente più avanti)<sup>33</sup>, non si vede quale possa essere il senso di un "recesso" da una posizione giuridica di questo tipo. Anche la proprietà è una situazione giuridica (*a*) dalla durata indeterminata – non si "decade" dall'essere proprietari di un bene<sup>34</sup> –,

---

secondo cui nulla impone che il principio di necessaria temporaneità dei vincoli obbligatori si realizzi esclusivamente attraverso il recesso *ad nutum*, ben potendo esso trovare attuazione anche attraverso altre tecniche, come per l'appunto il trasferimento della partecipazione; L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria*, cit., 154; M. GHIDINI, *Le società personali*, Cedam, Padova, 1972, 527 ("[d]ella facoltà di recedere unilateralmente [*ad nutum* nelle società personali] non si sarebbe sentita la necessità (o meglio si sarebbe sentita in minor grado) ove la quota di partecipazione fosse liberamente trasferibile, in quanto la alienazione della quota vale a sciogliere il socio dal vincolo sociale, nel modo più semplice e rapido").

<sup>30</sup> Sulla cui natura e funzione v. *amplius infra*, par. 5.

<sup>31</sup> Lo sottolinea efficacemente anche L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria*, cit., 154.

<sup>32</sup> Per analoghe osservazioni v. S. CAPPIELLO, *Recesso ad nutum*, cit., 524 ("[nella s.p.a.] il socio ha [...] la possibilità, almeno sul piano giuridico, di sottrarsi al vincolo societario cedendo la propria partecipazione [...], ragion per cui non è in ogni caso possibile instaurare un'equazione tra *mancanza del termine e perpetuità del vincolo*" [corsivo nel testo]). La "prigione", se così si può continuare a definirla, può dunque essere solo una situazione di fatto e contingente, legata alla difficoltà di trovare acquirenti.

<sup>33</sup> V. la successiva nt. 35.

<sup>34</sup> Salvi naturalmente i casi dell'usucapione e dell'espropriazione forzata, dove però la perdita della proprietà è legata a circostanze eccezionali, come la prolungata mancata reazione del proprietario al comportamento *uti dominus* del terzo e la sussistenza di un interesse pubblico.

(b) che immobilizza la ricchezza del titolare del diritto in un bene spesso altamente illiquido (quanto e alle volte più di una partecipazione in società di capitali chiusa), (c) dalla quale è però generalmente consentito “uscire” esclusivamente attraverso il riconoscimento del diritto di trasferire liberamente a terzi la proprietà del bene<sup>35</sup>.

Diverso è invece il caso delle società di persone. Com'è ben noto, anche per queste società è previsto il recesso *ad nutum* in favore del singolo socio in caso di durata indeterminata della società<sup>36</sup>. Nelle società di persone, tuttavia, il vincolo sociale è generalmente oneroso, essendo il socio illimitatamente responsabile per le obbligazioni sociali<sup>37</sup>, e la partecipazione è per regola intrasferibile (senza il consenso degli altri soci), per cui può effettivamente verificarsi una situazione di vera e propria “prigionia” del socio all'interno di un rapporto giuridico *sine die*

---

<sup>35</sup> Come si è accennato nel testo, una tale ricostruzione potrebbe trovare una sorta di parziale smentita nella recente diffusione di forme di rinuncia alla proprietà immobiliare, attraverso le quali il proprietario, non dissimilmente da quanto avviene per effetto del recesso, dismette unilateralmente la titolarità del diritto. La fattispecie è nota come “rinuncia abdicativa” e ha l'effetto di far venir meno la titolarità del diritto in capo al proprietario senza contestuale suo trasferimento a una terza parte. Il bene oggetto di proprietà diviene pertanto una *res nullius* e viene acquisito al patrimonio dello Stato. A ben guardare, tuttavia, l'affermazione di queste forme di “recesso” dalla proprietà corrobora la linea di ragionamento qui sviluppata. Esse, infatti, risultano correlate alla crescente “onerosità” della proprietà immobiliare (dovuta a ragioni fiscali e di responsabilità civile), che in alcuni casi la rendono, di fatto, una situazione giuridica economicamente “passiva” (essendo i costi della proprietà superiori alle rendite da essa ricavabili). L'affermazione di queste forme di rinuncia alla proprietà immobiliare (la cui ammissibilità, peraltro, allo stato è dibattuta) conferma, dunque, il principio secondo cui lo scioglimento unilaterale dai vincoli giuridici perpetui si giustifica sulla base dell'onerosità degli stessi; onerosità che, come già sottolineato, nel caso della partecipazione in società di capitali non è dato in alcun modo ravvisare. In tema v. di recente L. FOLLIERI, *La proprietà insostenibile: rinuncia alla proprietà immobiliare tra interesse privato e ragioni della collettività*, ESI, Napoli, 2022; N. SCARANO, *La rinuncia abdicativa al diritto di proprietà (esclusiva) sui beni immobili: osservazioni sui più recenti orientamenti e prospettive comparate*, in *Contr. impr.*, 3/2021, 959 ss.

<sup>36</sup> Così prevede l'art. 2285, primo comma, c.c. Come notato da D. GALLETTI, *Art. 2437*, cit., 1517, il disinvestimento *ad nutum* rappresenta un tratto storico delle società di persone, per lungo tempo caratterizzate, nel corso della loro storia, dalla possibilità per il singolo di provocare lo scioglimento della società (e v., con riferimento alle *partnership* dell'ordinamento nordamericano, quanto osservato alla nt. 11). L'odierno recesso *ad nutum* può essere interpretato come un'evoluzione di quell'originario “diritto alla dissoluzione” in senso meno intrinsecamente conflittuale con il contrapposto principio di conservazione dell'impresa: il recesso, infatti, determina lo scioglimento del singolo rapporto (e dunque la liberazione del socio dal vincolo sociale), ma non anche l'automatica disgregazione dell'organismo produttivo, che può proseguire ove i soci rimanenti lo desiderino (e nella misura in cui la partecipazione del recedente non fosse obiettivamente essenziale per lo svolgimento dell'attività comune).

<sup>37</sup> V. sul punto, per osservazioni analoghe, P. BUTTURINI, *Le fattispecie legali di recesso introdotte dalla riforma delle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2/2008, 359; D. GALLETTI, *Il recesso*, cit., 116, in nota; ID., *Art. 2437*, cit., 1517; M. STELLA RICHTER JR. (-PONTECORVI), *Recesso ed esclusione*, cit., 56.

che è fonte di costi ed oneri per quest'ultimo. A ciò si aggiunga che la partecipazione in questo tipo di società limita la libertà di iniziativa economica del socio, in ragione dei divieti di concorrenza che ad essa si accompagnano<sup>38</sup>. Per queste società, la previsione del recesso *ad nutum* è dunque ben più agevolmente riconducibile ai principi contrattuali generali sopra richiamati, in quanto molto più facilmente giustificabile sulla base delle generali esigenze di tutela del singolo contraente ad essi sottese<sup>39</sup>. Per le società di capitali, invece, una simile operazione appare molto meno convincente<sup>40</sup>.

#### 4. Segue: *il recesso ad nutum come strumento di liquidità*

Escluso che il recesso *ad nutum* possa considerarsi uno strumento di tutela della minoranza, ed escluso altresì che esso risponda all'esigenza di consentire al socio di liberarsi da un vincolo oneroso perpetuo, non rimane che attribuirvi una funzione di liquidità: la finalità sarebbe dunque quella di permettere al socio di disinvestire in un contesto, quello delle società "chiuse", in cui alienare la partecipazione può essere oltremodo difficile, e il "*liquidity event*" di ultima istanza rappresentato dallo scioglimento della società non sussiste, in ragione della mancanza di un termine di durata della stessa<sup>41</sup>. In effetti, i principali tratti normativi

<sup>38</sup> V. l'art. 2301, primo comma, c.c.

<sup>39</sup> V., per tutti, M. GHIDINI, *Le società personali*, cit., 524. Di contrario avviso è invece V. CARI DI, *Recesso libero*, cit., 687 s., il quale sostiene che il recesso *ad nutum* non avrebbe la funzione liberatoria riferita nel testo, poiché il socio rimarrebbe comunque responsabile per le obbligazioni sociali sorte prima dello scioglimento del vincolo, come prevede l'art. 2290 c.c. Può convenirsi con l'affermazione che il recesso non libera il socio da responsabilità per le obbligazioni sociali pregresse e dunque, come osserva il medesimo Autore, non ha il medesimo effetto liberatorio totale che è invece dato riscontrare nel campo dei contratti di scambio, dove il recesso libera il contraente da qualsiasi obbligazione. Rimane però un fatto che a seguito del recesso il patrimonio del socio risulterà del tutto indifferente alle vicende societarie successive e questa costituisce pur sempre una forma di liberazione (per quanto, come appena visto, non totale) dai vincoli e dagli oneri legati al contratto. Inoltre, per effetto del recesso vengono meno altresì le limitazioni alla libertà di iniziativa economica cui prima soggiaceva il socio in ragione dei limiti alla concorrenza inerenti a tale *status* (v. *supra*, nt. 38 e testo corrispondente). Non convince quindi l'idea, propugnata dal medesimo Autore, secondo cui il recesso nelle società di persone non sia in alcun modo riconducibile alla logica che informa il recesso dai contratti privi di termine di scadenza.

<sup>40</sup> Come vedremo meglio più avanti (par. 7), l'appena sottolineata profonda diversità che caratterizza la posizione giuridica del socio nelle società di persone rispetto alle società di capitali – e la correlativa profonda diversità del ruolo del recesso *ad nutum* nelle une e nelle altre società – suggerisce cautela nell'estendere al recesso *ad nutum* proprio delle società di capitali interpretazioni e soluzioni normative proprie dell'omonimo istituto delle società di persone. E v. sul punto le analoghe osservazioni di P. BUTTURINI, *Le fattispecie legali*, cit., 359 s.

<sup>41</sup> Attribuiscono all'ipotesi di recesso in esame una funzione di liquidità anche F. ANNUNZIATA, *Art. 2473*, cit., 494 (secondo cui il recesso *ad nutum* "punta a tutelare il socio dal rischio dell'im-

del recesso *ad nutum* – il suo essere slegato da qualsivoglia decisione o atto della società e dunque rimesso all'esclusiva volontà del socio ed il suo essere riconosciuto in società in cui la partecipazione, per le ragioni appena richiamate, risulta essere particolarmente illiquida – appaiono pienamente coerenti con l'appena ipotizzata funzione di liquidità.

Il recesso *ad nutum* costituisce pertanto un succedaneo dell'alienazione della partecipazione<sup>42</sup> e da questa prospettiva, come già osservato, presenta delle chiare affinità con quel diritto al rimborso del capitale investito che era riconosciuto ai soci nelle prime fasi di sviluppo della società per azioni, quando ancora non si era affermato il diritto di disinvestire attraverso la cessione della partecipazione sul mercato<sup>43</sup>.

Anche nel caso in esame, peraltro, la maggiore liquidità così conferita alla partecipazione dovrebbe risultare in ultima analisi funzionale a favorire l'ingresso del socio in società (secondo l'adagio, più volte richiamato, per cui l'*exit* incentiva l'*entry*) e quindi a promuovere l'afflusso di capitale di rischio in società prive di termine di durata, nelle quali il socio è del tutto privato della prospettiva di vedersi rimborsato l'investimento per effetto dello scioglimento volontario della società, e prive altresì di un mercato secondario delle partecipazioni attraverso cui il socio possa agevolmente realizzare il disinvestimento<sup>44</sup>.

---

mobilizzo *sine die* del proprio investimento"); V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 299 (secondo cui il recesso *ad nutum* è "sicuramente riconducibile all'intento di favorire il disinvestimento da parte del socio"); A. PACIELLO, *Il diritto*, cit., 429 ("Lo specifico codice organizzativo adottato [la scelta in favore di una società chiusa priva di termine di durata: n.d.a.] produce l'effetto di generalizzare il ricorso a uno strumento alternativo alla cessione delle azioni idoneo a realizzare il disinvestimento «per iniziativa propria»: il recesso *ad nutum* è posizione che circola con il titolo, finendo per connotare la partecipazione per un agevolato regime di smobilizzo").

<sup>42</sup> Sottolinea l'"omogeneità funzionale" di tali due forme di *exit* e il conseguente carattere alternativo dell'una rispetto all'altra V. CARIDI, *Recesso libero*, cit., 674, 694. Il medesimo Autore sottolinea altresì (p. 695) che il recesso non si sostituisce alla libera trasferibilità delle partecipazioni sociali, ma vi si affianca, e questo non solo determina "un ampliamento delle possibilità di disinvestimento indiretto del socio mediante cessione sul mercato, e dunque in alternativa al recesso *ad nutum*, ma, a ben vedere, svolge un ruolo decisivo anche e proprio nella prospettiva di temperare il carattere diretto del disinvestimento realizzato mediante l'esercizio del recesso *ad nutum*, in definitiva rendendo possibile quel contemperamento tra le esigenze finanziarie del socio e quelle imprenditoriali della società, al quale la disciplina del recesso, come si è visto, pure si ispira". A ben vedere, tuttavia, l'appena accennato contemperamento appare rimanere largamente sulla carta: da un lato, infatti, anche assumendo che la facoltà di recedere *ad nutum* renda la partecipazione più appetibile per i potenziali acquirenti (avremo modo di osservare che, in realtà, vi sono validi argomenti per sostenere il contrario: v. *infra*, par. 6), la presenza di una tale prerogativa non vale certo da sola a creare un attivo mercato secondario delle partecipazioni; dall'altro, proprio per l'assenza di tale mercato al socio converrà quasi sempre optare per il recesso, con il risultato che questa scelta tenderà a prevalere sistematicamente sull'opzione alternativa rappresentata dalla cessione della partecipazione.

<sup>43</sup> V. *supra*, cap. 1, par. 2.1.

<sup>44</sup> V. V. CARIDI, *Recesso libero*, cit., 694 ("garantendo il disinvestimento da una società a tempo

### 5. *Fattispecie minori funzionalmente analoghe: il recesso riconosciuto in presenza di clausole statutarie che limitano o impediscono la cessione della partecipazione*

Le riflessioni compiute al paragrafo che precede ci permettono di completare l'opera di classificazione delle varie ipotesi di recesso previste dal legislatore riconducendo al *genus* del recesso *ad nutum* due cause di recesso ulteriori, che con quest'ultimo condividono la funzione di liquidità appena discussa. Si tratta del recesso che deve essere previsto in statuto, in alternativa al diritto di *sell-out*, quale condizione di efficacia delle clausole che, nella s.p.a., subordinano il trasferimento *inter vivos* delle azioni "al mero gradimento di organi sociali o di altri soci" (art. 2355-*bis*, secondo comma) e il trasferimento *mortis causa* a "particolari condizioni" (in quest'ultimo caso "salvo che sia previsto il gradimento e questo sia concesso") (art. 2355-*bis*, terzo comma)<sup>45</sup> e il recesso, questa volta di fonte legale, che nella s.r.l. spetta al socio nel caso in cui lo statuto stabilisca l'intrasferibilità della partecipazione (*inter vivos* o *mortis causa*) "o ne subordini il trasferimento al gradimento di organi sociali, di soci o di terzi senza prevederne condizioni e limiti, o ponga condizioni o limiti che nel caso concreto impediscono il trasferimento a causa di morte" (art. 2469, secondo comma, c.c.)<sup>46</sup>.

In entrambe le ipotesi il recesso opera quale strumento di *exit* sussidiario che interviene quando il disinvestimento tramite cessione della partecipazione non può realizzarsi (vuoi per l'esistenza di una vera e propria clausola di intrasferibilità, vuoi per il veto espresso sull'acquirente in virtù della clausola di mero gradimento, vuoi ancora per l'insussistenza delle condizioni che legittimano il trasferimento della partecipazione agli eredi). Esso, quindi, svolge il ruolo di succedaneo della cessione della partecipazione sul mercato, ove questa in concreto non possa avvenire<sup>47</sup>.

---

indeterminato a dispetto della difficoltà di cedere la partecipazione sociale, il recesso *ad nutum*, prima ancora che nella prospettiva di favorire l'uscita dalla società, si giustifica nella prospettiva di favorire l'apporto a quest'ultima di capitale di rischio [...]"

<sup>45</sup> Come accennato nel testo, le ipotesi di recesso in questione hanno natura statutaria, ossia non appartengono al novero delle cause legali di recesso, e la loro presenza ai fini dell'efficacia delle clausole che si sono dette non è obbligatoria ma bensì eventuale, dal momento che la società, in alternativa al recesso, può optare per la previsione di un diritto di *sell-out* in favore del socio, ossia dell'obbligo di acquisto delle azioni di quest'ultimo da parte della società o di altri soci.

<sup>46</sup> Si noti che, diversamente da quanto previsto per la s.p.a., la disposizione non fa menzione della possibilità di riconoscere al socio, quale alternativa al recesso, il diritto di *sell-out* (peraltro ipotizzabile solo nei confronti degli altri soci e non della società, stante il divieto per la s.r.l. di acquistare le proprie quote (art. 2474 c.c.)). Il silenzio del legislatore, tuttavia, non deve necessariamente essere interpretato come una preclusione. Non si rinvergono, infatti, ragioni convincenti per negare ai soci di s.r.l. la possibilità di prevedere, in alternativa al recesso, l'obbligo di acquisto della partecipazione in capo agli altri soci.

<sup>47</sup> Cfr. sul punto A. DENTAMARO, *Il diritto dell'azionista al disinvestimento*, in N. ABRIANI-T. ONESTI (a cura di), *La riforma delle società di capitali: aziendalisti e giuristi a confronto*, Atti del convegno di Foggia, 12 e 13 giugno 2003, Giuffrè, Milano, 2004, 335 s.

Le ipotesi di recesso in questione non possono ascriversi alla categoria del recesso “della minoranza”, oggetto delle riflessioni svolte nelle pagine che precedono<sup>48</sup>, ma sono invece riconducibili alla diversa figura del recesso *ad nutum* qui in esame<sup>49</sup>, perché, analogamente a quest’ultima ipotesi, la prerogativa è del tutto slegata dall’assunzione di una decisione che possa risultare dannosa per socio<sup>50</sup>. Quanto appena affermato, si noti, vale anche per il caso di recesso esercitato a seguito della decisione che pone il veto sul trasferimento della partecipazione, sebbene in questo caso, all’apparenza, l’esercizio della prerogativa segua una decisione sociale sgradita al socio. Il socio, infatti, non decide di recedere perché ritiene che una tale decisione possa incidere negativamente sul valore della propria partecipazione, come avviene nelle ipotesi di recesso della minoranza, ma semplicemente perché ha maturato (si noti: prima della decisione che pone il veto sul trasferimento della partecipazione) l’intenzione di dismettere la propria partecipazione e questo gli è stato in concreto impedito dall’appena menzionata decisione. La scelta di recedere non matura dunque *in reazione* a una decisione reputata pregiudizievole, ma rappresenta una semplice “reiterazione”, in diversa forma, della precedente decisione di alienare la partecipazione<sup>51</sup>.

Come il recesso *ad nutum*, anche queste ipotesi di recesso assolvono ad una funzione di liquidità: l’obiettivo è consentire al socio di disinvestire (o, se si preferisce la prospettiva organizzativa, sciogliere il vincolo sociale) a fronte di regole statutarie che rendono in concreto impossibile realizzare questo obiettivo attraverso quello che nelle società di capitali, ed in specie nella s.p.a., è il metodo principe per farlo, la cessione della partecipazione<sup>52</sup>.

---

<sup>48</sup> Cfr. M. SPERANZIN, *Criteri di liquidazione*, cit., 899, il quale sottolinea come le ipotesi di recesso in esame presentino un “carattere strutturalmente e funzionalmente diverso dalle altre”; C. FRIGENI, *Partecipazione in società*, cit., 101 s., il quale sottolinea le “esigenze del tutto peculiari” che stanno a fondamento delle fattispecie in questione. In tema v. anche l’ampia analisi di P. GHIONI CRIVELLI VISCONTI, *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intrasferibilità delle quote*, II ed., Giappichelli, Torino, 2011, 89 ss.

<sup>49</sup> Anche altri autori accostano le ipotesi di recesso appena richiamate al recesso *ad nutum*: v. ad es. L. DELLA TOMMASINA, *La nozione*, cit., 108, con riferimento alla fattispecie prevista all’art. 2469, secondo comma, c.c. Di diverso avviso C. FRIGENI, *Partecipazione in società*, cit., 102 s.

<sup>50</sup> M. SPERANZIN, *Criteri di liquidazione*, cit., 899 (“il diritto non si ricollega ad una delibera, ma alla presenza di una regola nell’atto costitutivo”).

<sup>51</sup> Quanto appena osservato ci permette di affermare che, nonostante le apparenti somiglianze, fra l’ipotesi in esame e il recesso riconosciuto al socio a seguito di delibera che introduce vincoli alla circolazione delle azioni sussiste una profonda differenza. Come già osservato (*supra*, cap. 2, par. 4), quest’ultima fattispecie è annoverabile a pieno titolo nella categoria del recesso “della minoranza”, mentre quella adesso in esame, per quanto si è appena osservato nel testo, non lo è. V. però sul punto la contraria opinione di P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo*, cit., 44 s., secondo il quale fra le due ipotesi sussistono “significativi punti di contatto”.

<sup>52</sup> Sul punto v. V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 298. Peraltro, se si concorda con quan-

## 6. I profili di forte disfunzionalità del recesso ad nutum

Si è visto che la ragione dell'introduzione del recesso *ad nutum* nell'odierno diritto delle società di capitali è offrire al socio un efficace strumento di disinvestimento in quelle società in cui l'*exit* tramite canali alternativi (cessione della partecipazione e liquidazione dell'ente) è di fatto difficile o giuridicamente escluso. Un tale obiettivo di liquidità, tuttavia, è perseguito a spese della complessiva stabilità del patrimonio sociale. Questo è fonte di una serie di costi e disfunzioni che, come si avrà modo di dimostrare a breve, rendono la prerogativa in esame d'intralcio allo sviluppo dell'impresa e, in ultima analisi, incapace di svolgere alcun utile ruolo nel finanziamento e nella *governance* delle società di capitali.

Come ogni altra ipotesi di recesso, anche il recesso *ad nutum* si pone in deroga al basilare principio di "*liquidation protection*", vale a dire il divieto, per i soci, di riappropriarsi dei beni sociali per la quota di propria spettanza (con l'ovvia eccezione del *surplus* rappresentato dagli eventuali utili prodotti e accantonati, i quali comunque, com'è ben noto, nelle società di capitali per essere distribuiti necessitano in ogni caso di un'espressa deliberazione della maggioranza). Si è visto che il principio in parola ha una grande importanza per lo sviluppo dell'impresa, poiché contribuisce a ridurre il costo del credito e favorisce gli investimenti *firm-specific* da parte dei principali *stakeholder* dell'impresa (manager, lavoratori, fornitori)<sup>53</sup>. Rispetto al recesso della minoranza, il recesso *ad nutum* pone un *vulnus* ben più grave e profondo al principio in questione. Abbiamo già osservato che nelle ipotesi di recesso della minoranza l'uscita del socio (e la correlativa fuoriuscita di risorse finanziarie) può sempre essere bloccata dalla maggioranza revocando la delibera (e probabilmente anche la decisione)<sup>54</sup> che ne costituisce causa, ed abbiamo anche sottolineato che la maggioranza non esiterà a farlo (si noti: anche nel caso in cui la decisione che è causa di recesso risulta efficiente, ossia capace di accrescere il valore della società) ogniqualvolta il recesso possa in concreto mettere a repentaglio la sopravvivenza di un'impresa altrimenti "sana"<sup>55</sup> (ossia

---

to appena affermato nel testo, devono respingersi le tesi che riconoscono il diritto di recesso per il solo fatto della presenza in statuto di una clausola di mero gradimento o di una clausola che limiti il trasferimento della partecipazione *mortis causa*. All'opposto, deve ritenersi che il diritto di recesso sorga solo ove il trasferimento sia stato in concreto impedito dall'applicazione della clausola. Sul punto v. ancora V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 299.

<sup>53</sup> V. *supra*, cap. I, par. 1.

<sup>54</sup> V. *supra*, nt. 6.

<sup>55</sup> Questo, come già osservato, si verifica nel caso-limite in cui l'esborso finanziario richiesto per il pagamento delle quote dei soci recedenti risulta finanziariamente insostenibile tanto per la società quanto per la maggioranza. Abbiamo avuto modo di constatare che se la decisione è effettivamente efficiente ed esiste un attivo e liquido mercato secondario delle partecipazioni, il problema in questione tende a non porsi, in primo luogo perché il socio non ha interesse a recedere, in quanto così facendo riceverebbe una somma di denaro inferiore a quella che ricaverebbe dalla vendita della pro-

capace di operare con successo sul mercato), dacché la prematura liquidazione della società, determinando la perdita del *going-concern value*, cagionerebbe in questo caso un danno ai soci superstiti. Il recesso *ad nutum* non possiede una tale “valvola di sicurezza”: come sottolineato più volte, il suo esercizio non è condizionato alla sussistenza di una “causa” e questo fa sì che non vi sia modo per “disinnescarlo” qualora possa condurre alla (inefficiente) disgregazione dell’impresa, com’è invece possibile fare per il recesso della minoranza<sup>56</sup>.

Un altro elemento che rende il recesso *ad nutum* un istituto pericoloso per l’integrità del patrimonio sociale e la sopravvivenza dell’impresa è rappresentato dal fatto che esso può essere utilizzato da qualunque socio<sup>57</sup>. Il recesso della minoranza è “strutturalmente” fruibile solo da una parte della compagine sociale: la “minoranza”, per l’appunto, a propria volta costituita da quella frazione di capitale, più o meno ampia a seconda del numero di soci e del livello di dispersione e assenteismo, che non ha votato a favore della delibera (o che risulta comunque estraneo alla decisione, ove questa non abbia natura di delibera). Vi è dunque un numero più o meno ampio di soci (quanti hanno concretamente votato a favore della proposta di delibera, determinandone l’approvazione, o adottato la decisione) che non può fruirne e questo limita il potenziale impatto negativo del recesso sul patrimonio sociale<sup>58</sup>. Il recesso *ad nutum*, invece, può essere utilizzato tanto dalla minoranza quanto dalla maggioranza (il socio di controllo) e, come già messo in evidenza, finanche dalla totalità dei soci contemporaneamente. Il suo impatto potenziale sul patrimonio sociale è quindi ben più elevato<sup>59</sup>.

Potrebbe osservarsi che fintantoché la società versa in buone condizioni, i soci non hanno interesse a recedere e che dunque i problemi del recesso *ad nutum* ri-

---

pria partecipazione sul mercato, e in secondo luogo perché, anche qualora intendesse comunque farlo, la maggioranza non avrebbe difficoltà a far fronte al relativo onere finanziario, dal momento che troverebbe agevolmente soggetti terzi disponibili a subentrare nella posizione dei recedenti, pagando il prezzo di rimborso. V. *supra*, cap. 2, par. 13. Il rischio che il recesso possa effettivamente mettere a repentaglio la sopravvivenza dell’organismo produttivo si pone pertanto tendenzialmente solo per le società chiuse. Come osservato nel testo, tuttavia, fintantoché il recesso è ancorato a una decisione della maggioranza, questa ha tutti gli strumenti per scongiurarlo.

<sup>56</sup> In linea teorica, il generale principio di buona e fede e correttezza potrebbe in qualche modo contenere la forza disgregante dell’istituto, introducendo un sindacato sulle ragioni alla base del recesso. Come non si è mancato di sottolineare (TOFFOLETTO, *L’autonomia privata*, cit., 379), tuttavia, l’efficacia del rimedio è molto limitata, in ragione delle difficoltà probatorie che tipicamente vi si accompagnano. E v. anche quanto osservato *supra*, cap. 4, par. 3.

<sup>57</sup> V. *supra*, nt. 5 e testo corrispondente.

<sup>58</sup> E v. G.B. PORTALE-A. DACCÒ, *Criteri e modalità «penalizzanti»*, cit., 28, per l’osservazione secondo cui “difficilmente [...] si avrà un recesso del socio di maggioranza, per il semplice fatto che – se il suddetto socio non ha espresso il proprio voto favorevole – è improbabile configurare una deliberazione e, a maggior ragione, una deliberazione che possa dar luogo al recesso”.

<sup>59</sup> V. sul punto G.F. CAMPOBASSO, *La costituzione*, cit., 286.

mangono confinati alle situazioni di crisi e “pre-crisi”. In realtà, per le ragioni che subito diremo, non è così. Non vi è dubbio che gli incentivi all’esercizio di questa forma di recesso siano particolarmente accentuati in situazioni in cui la società versa in difficoltà finanziaria. Il recesso permetterebbe infatti al socio di scaricare sugli altri soci il costo della possibile crisi, ottenendo una somma di denaro superiore rispetto a quanto egli otterrebbe ad esito della liquidazione. Com’è evidente, in assenza di impegni reciproci a non avvalersi del rimedio (ciò che in concreto si realizza attraverso l’apposizione di un termine di durata alla società), questa prospettiva innesca una sorta di corsa al recesso che ostacola il risanamento e contribuisce ad aggravare la crisi<sup>60</sup>.

Tuttavia – e qui sta il punto –, l’attuale disciplina rende conveniente (o comunque non sconveniente) recedere anche quando la società non versa in una situazione di difficoltà. In virtù degli attuali criteri di liquidazione, infatti, il socio si vede riconoscere anche il valore prospettico della società di cui è parte<sup>61</sup>, per cui il fatto che gli affari sociali vadano bene e la società si trovi in buone condizioni finanziarie non dovrebbe incidere negativamente sulla sua propensione a esercitare il rimedio. Assumendo che i criteri di liquidazione riflettano pienamente il valore prospettico della società, attualizzando correttamente il valore dei profitti attesi, costui eserciterà il recesso ogniqualvolta riterrà *personalmente conveniente* smobilizzare quella frazione di ricchezza incorporata nella partecipazione societaria. A quest’ultimo proposito, è stato correttamente osservato che poiché i costi connessi all’eventuale perdita del valore di *going concern* causata dalla liquidazione anticipata della società vengono spalmati su tutta la compagine sociale, il socio avrà incentivo a recedere anche quando la decisione risulta vantaggiosa sul piano personale *ma inefficiente sul piano collettivo*<sup>62</sup>, ossia anche in quei casi in

---

<sup>60</sup> Tali rischi sono sottolineati da molti: cfr. D. GALLETI, *Art. 2437*, cit., 1488; G. OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 5/2003, 488, seguito da M. GATTI, *Sul recesso*, cit., 611. Sul punto v. altresì V. CARIDI, *Recesso libero*, cit., 698, il quale osserva che il recesso *ad nutum* potrebbe anche essere usato “per sottrarsi agli esiti incerti [della] liquidazione”. Sul punto cfr. altresì E. ROCK-M.L. WACHTER, *Waiting for the Omelette to Set*, cit., 208 s., i quali, nel contesto di un’analisi primariamente focalizzata sul recesso come strumento di contrasto all’*oppression* da parte della maggioranza nelle società a ristretta base partecipativa, osservano che poiché “the shareholder dissension that characterizes a minority-oppression case is likely to be highly correlated with negative events in the firm”, “[a] legal rule favoring easy exit threatens to shift the engine for raising new money into reverse, forcing capital to be retired under unfavorable conditions”.

<sup>61</sup> Lo abbiamo notato più volte nel corso della presente trattazione: v. ad es. *supra*, par. 5.

<sup>62</sup> H. HANSMANN *et al.*, *Law and the Rise of the Firm*, cit., 1348 s. (“The right to withdraw assets at will can be valuable to an owner of a firm. But the cost of the destruction of going-concern value caused by withdrawal would be spread across all owners, with the consequence that individual owners in a multi-owner firm would face an incentive to exercise the withdrawal right when withdrawal is personally beneficial but socially inefficient.” Come osservato dagli Autori appena citati, inoltre,

cui il vantaggio che il primo ricava dalla decisione di recedere (connesso ad esempio al fatto che la somma ricevuta viene indirizzata verso impieghi più produttivi o ritenuti di maggior valore) è inferiore alla perdita riconnessa alla cessazione di un'attività economica "sana". Com'è intuitivo, questo è un esito inefficiente, poiché comporta una perdita netta di ricchezza (ciò che il socio guadagna dal recesso è meno di ciò che viene perduto per effetto di tale decisione)<sup>63</sup>.

Per le caratteristiche e le dinamiche di esercizio che si sono descritte, il recesso *ad nutum* costituisce un istituto fortemente disfunzionale rispetto allo sviluppo dell'impresa. Come è stato osservato, la sua presenza introduce un fattore di incertezza che impedisce alla società un'adeguata pianificazione finanziaria<sup>64</sup> e la costringe ad un "forzoso accantonamento di risorse"<sup>65</sup>. In entrambi i casi, l'effetto è quello di ostacolare gli investimenti e quindi indebolire l'impresa societaria.

La previsione del recesso *ad nutum* avvicina per molti aspetti la società ad un fondo di investimento di tipo aperto, dove a ciascun partecipante è riconosciuto il diritto di ottenere il rimborso della propria quota in qualsiasi momento<sup>66</sup>. Questa caratteristica, com'è ben noto, impone al fondo di investire in attività altamente

---

l'incentivo distorto in esame è destinato a crescere con il crescere del numero dei soci ("The degree to which the cost of withdrawal is externalized increases with the number of owners, making liquidation protection more valuable as owners become more numerous...") [note a piè di pagina omesse]. Nella letteratura italiana v. S. GUIZZARDI, *Il recesso*, cit., 229 ("il socio di minoranza può essere indotto ad utilizzare lo strumento al fine di massimizzare il proprio interesse con pregiudizio di quello collettivo").

<sup>63</sup> Peraltro, proprio perché l'esercizio del recesso finisce per danneggiare la società, ossia i soci come gruppo, questi hanno un evidente interesse ad escludere *ex ante* una tale prerogativa (in sede di costituzione del rapporto), cosa che, come già osservato, tipicamente si realizza stabilendo un termine di durata per la società: H. HANSMANN *et al.*, *Law and the Rise of the Firm*, cit., 1348 s. ("For this reason [ossia poiché i singoli soci hanno un incentivo a recedere anche quando ciò è socialmente inefficiente: v. il testo riportato alla nt. 62], firm owners often mutually agree to waive their withdrawal rights for a specified period (as in a partnership for a term) or until a majority of owners votes to liquidate (as in a business corporation)").

<sup>64</sup> A. BARTOLACELLI, *Profili*, cit., 1164 (la "... imprevedibilità con cui potrebbe essere esercitato [il recesso *ad nutum*] costituisce una sorta di cappio al collo dell'ente sociale, che potrebbe trovarsi nell'impossibilità di un'adeguata pianificazione finanziaria a causa di una miriade di mini-recessi che, nel medio periodo, potrebbero non essere sempre assorbiti dai soci superstiti" [nota a piè di pagina omessa]).

<sup>65</sup> F. VELLA, *Audizione dinanzi alle Commissioni riunite Giustizia e Finanze sullo schema di decreto recante «Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366»*, Camera dei Deputati, 26 novembre 2002, come riportato da A. MORANO, *Analisi*, cit., 310.

<sup>66</sup> Sul punto v. B. MANNING, *The Shareholder's Appraisal Remedy*, cit., 240; A. TOFFOLETTO, *L'autonomia*, cit., 380; S. GUIZZARDI, *Il recesso*, cit., 212; L. DELLI PRISCOLI, *Art. 2473, 298* (per l'osservazione, analoga nella sostanza, secondo cui il recesso *ad nutum* determina il passaggio da un regime in cui il capitale sociale è tendenzialmente fisso ad uno in cui esso, "di fatto, [è] «variabile» in virtù della facile possibilità di recesso").

liquide, proprio per poter far fronte alle richieste di rimborso dei partecipanti. Com'è evidente, tuttavia, una tale limitazione precluderebbe alla società l'esercizio della quasi totalità delle attività imprenditoriali, le quali usualmente richiedono l'investimento in attività non prontamente liquidabili, se non spesso altamente illiquide<sup>67</sup>.

I profili di disfunzione non finiscono qui: i creditori – ed in special modo quelli sofisticati – sono consapevoli dei problemi che si sono appena accennati. In primo luogo, essi comprendono che il recesso *ad nutum*, non diversamente da quanto accade nelle società con autonomia patrimoniale attenuata (ed anzi in maniera ancora più accentuata)<sup>68</sup>, consente che le vicende personali del socio si riverberino sull'attività comune. Come già accennato, è infatti ben possibile che il recesso sia esercitato per finanziare attività economiche parallele del socio, esigenze di consumo, o anche per pagare i propri debiti personali. Questo, come già sottolineato, aumenta i costi di *monitoring* del creditore e quindi il costo del credito per la società<sup>69</sup>.

In secondo luogo, i creditori sono altresì consapevoli che, per effetto della presenza del recesso *ad nutum*, la società incontra forti limiti nei propri investimenti e risulta esposta ad un più elevato rischio che l'attività di impresa venga interrotta in maniera inefficiente, quando risulta perfettamente capace di generare nuova ricchezza. Questi rappresentano ulteriori e autonomi fattori di rischio per i creditori, che contribuiscono a propria volta ad accrescere ulteriormente il costo del credito. Deve notarsi, infatti, che l'aspettativa di veder ripagato il debito dipende molte volte, soprattutto per i creditori sforniti di garanzie, non solo (e non tanto) dalla consistenza del patrimonio della società (se così fosse, il creditore risulterebbe del tutto indifferente alle vicende del recesso, poiché questo, come visto più

---

<sup>67</sup> V. ancora B. MANNING, *op. cit.*, 240 (“For most lines of business, however, such a level of liquidity [that of an open-end investment company: n.d.a.] is either impossible or economic idiocy”). Il medesimo Autore osserva (p. 240 s.), inoltre, che ogniqualvolta si riconosca ai soci una tale piena libertà di uscita, la determinazione del valore della partecipazione deve poter avvenire rapidamente e in maniera univoca. Questo è ciò che avviene nel campo nei fondi di investimento aperti (*closed end investment companies*), dove il valore di rimborso è calcolato come frazione del valore di mercato – univoco e facilmente determinabile – degli *asset* finanziari in cui è investito il patrimonio del fondo, ma lo stesso non può avvenire con riferimento agli *asset* illiquidi in cui è tipicamente investito il patrimonio delle società commerciali.

<sup>68</sup> Ci si riferisce alla società semplice e alle società di persone irregolari, nelle quali al creditore personale del socio è consentito ottenere la liquidazione della quota solo “[s]e gli altri beni del debitore sono insufficienti a soddisfare i suoi crediti” (art. 2270, secondo comma, c.c.). È dunque solo una situazione di incapienza del patrimonio personale del socio a permettere la liquidazione della quota. Il recesso *ad nutum*, invece, la consente in un insieme di situazioni ben più ampio. Come è stato correttamente osservato, la presenza del recesso *ad nutum* avvicina la posizione del socio a quella del partecipante alla comunione, “che può chiederne in ogni tempo lo scioglimento per ottenere la liquidazione della quota”: N. CIOCCA, *Il recesso*, cit., 185. V. anche quanto osservato più avanti nel testo.

<sup>69</sup> V. *supra*, cap. 1, par. 1.

volte, non intacca in alcun modo la priorità delle sue pretese), ma anche (e soprattutto) dalla capacità della società di produrre ricchezza (utili) da impiegare anche per ripagare quel debito<sup>70</sup>. Il recesso *ad nutum*, ostacolando gli investimenti e potendo condurre alla disgregazione di un organismo “sano”, incide quindi negativamente sulla capacità della società di ripagare i propri debiti, con l’effetto di determinare, anche per tale via, un aumento del costo del credito<sup>71</sup>.

Infine, deve osservarsi che il recesso *ad nutum*, quantomeno in teoria, danneggia indirettamente anche le società alle quali non si applica, ossia le società a tempo determinato. Vi è infatti sempre la possibilità che una società inizialmente contratta a tempo determinato venga successivamente convertita, per volontà della maggioranza, in società a tempo indeterminato, attraverso l’eliminazione dallo statuto della clausola che prevede il termine di durata, con conseguente “reviviscenza” del diritto di recesso *ad nutum*<sup>72</sup> e correlato insorgere degli accennati problemi di forte instabilità patrimoniale. I creditori sofisticati sono in grado di anticipare una tale eventualità – ossia che la loro società debitrice, inizialmente stabile sul piano patrimoniale, possa perdere tale caratteristica in un momento successivo, con conseguente decremento del valore del loro credito – e questo li induce a richiedere un interesse più alto come corrispettivo per questo tipo di rischio.

È possibile che questo effetto, in pratica, si verifichi in forma limitata, perché, come già osservato<sup>73</sup>, il creditore comprende che è nel comune interesse dei soci escludere la possibilità di recedere *ad nutum*. La razionalità e l’auto-interesse dei soci può però non rappresentare una rassicurazione sufficiente, soprattutto alla luce del fatto che la decisione di introdurre *ex post* il recesso *ad nutum*, attraverso la

<sup>70</sup> È la ragione per cui i creditori non esitano a prestare a chi sia nullatenente al momento dell’erogazione del finanziamento ma risulti capace (con sufficiente certezza) di generare reddito in futuro, ad esempio grazie al proprio lavoro.

<sup>71</sup> V. sul punto E. ROCK-M.L. WACHTER, *Waiting for the Omelette to Set*, cit., 209, per osservazioni di tenore analogo. Vi è chi appunta le proprie critiche sul fatto che il recesso *ad nutum* incida negativamente sugli interessi dei creditori, per i rischi, già ampiamente sottolineati, che esso pone all’integrità del capitale della società (così, ad es., P. PISCITELLO, *Riflessioni*, cit., 522). In realtà, le riflessioni svolte nel testo suggeriscono che quantomeno i creditori sofisticati hanno piena capacità di proteggersi contro i rischi in questione, demandando un interesse maggiore o attraverso altre tecniche di natura contrattuale. Per costoro, quindi, non si pone alcuna reale esigenza di tutela. Discorso diverso può farsi invece per i creditori non sofisticati e per quelli involontari.

<sup>72</sup> In realtà, facendo leva su un’interpretazione strettamente letterale del terzo comma dell’art. 2437, potrebbe ritenersi che la reviviscenza cui si è fatto riferimento nel testo non si verifichi. La disposizione appena richiamata, infatti, riconosce il recesso *ad nutum* per le società *costituite* a tempo indeterminato, e tale non è la società costituita con un termine di durata e successivamente convertita in società a tempo indeterminato. Un’interpretazione di questo tipo avrebbe il chiaro pregio di risolvere i problemi, discussi nel testo, legati ad un’introduzione successiva del diritto di recesso *ad nutum*. Tuttavia, essa si pone in contrasto con la *ratio* ispiratrice della disciplina, secondo cui il diritto di recesso *ad nutum* costituisce il riflesso e il necessario contrappeso della scelta di privare l’iniziativa comune di termine di durata.

<sup>73</sup> V. *supra*, nt. 63 e testo corrispondente.

rimozione del termine di durata della società, è presa a maggioranza e può quindi riflettere l'interesse personale del socio di maggioranza piuttosto che il comune interesse dei soci. Ad esempio, non è difficile immaginare che il socio di maggioranza possa decidere di introdurre il recesso *ad nutum* proprio su pressione dei propri creditori personali, per consentire a questi ultimi di soddisfarsi sulla sua quota-parte di beni sociali (magari "risparmiando" beni personali del socio cui questi attribuisca speciale valore), in danno degli altri soci e dei creditori della società. È naturalmente ben possibile che una deliberazione assembleare animata da questi intenti sia invalida perché in conflitto di interesse o perché contraria a buona fede e correttezza. Si sono già sottolineate, tuttavia, le insidie e i costi di questo tipo di rimedio.

A ben guardare, l'unico strumento di una certa efficacia nel contrastare questo tipo di decisione è proprio il diritto di recesso attribuito in questa occasione ai soci di minoranza. Il diritto in questione, tuttavia, è espressamente riconosciuto solo in favore dei soci di società per azioni<sup>74</sup> e dunque non si applica nella maggior parte delle società in cui il recesso *ad nutum* può concretamente trovare applicazione<sup>75</sup>. Inoltre, in molti casi (si pensi soprattutto a quelle società in cui il socio di maggioranza ha una partecipazione quasi totalitaria al capitale) la sua efficacia nel contrastare l'opportunismo del socio verso i creditori sociali risulta limitata.

Si è detto che la funzione ultima del recesso *ad nutum*, nonché lo specifico contributo di efficienza che la prerogativa dovrebbe apportare al governo delle società di capitali, risiedono nella sua capacità di facilitare l'afflusso di capitale di rischio in società nelle quali il disinvestimento del socio risulta particolarmente difficoltoso. Per tutto quanto sopra osservato, si può seriamente dubitarne: è infatti più che probabile che il più elevato costo del credito e la forte instabilità patrimoniale cui la società viene esposta per effetto della presenza di una tale prerogativa scoraggino l'apporto di capitale di rischio, per gli effetti perniciosi che l'uno e l'altra producono sul buon esito dell'attività comune<sup>76</sup>.

---

<sup>74</sup> Ai sensi dell'art. 2437, secondo comma, lett. a), questi hanno diritto di recedere a fronte della delibera che proroga il termine di durata della società e dunque *a fortiori* anche per quella che rimuove il termine originariamente stabilito (sebbene il fatto che la legge discorra, per l'appunto, di "proroga" e non di "eliminazione" offra un appiglio in favore della tesi opposta, secondo cui in questo caso non vi sarebbe diritto di recesso). Com'è noto, la causa di recesso in esame appartiene al novero delle cause derogabili e quindi può essere rimossa dal socio di maggioranza in vista della decisione di eliminazione del termine di durata. Tuttavia, sappiamo anche che la rimozione di una o più cause di recesso derogabili o statutarie è a sua volta causa (questa volta inderogabile) di recesso *ex art. 2437*, primo comma, lett. e).

<sup>75</sup> Vi è tuttavia chi ritiene che la causa di recesso in questione si estenda anche alle s.r.l., in virtù di un'applicazione analogica della disposizione propria della società per azioni: G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, cit., 805 ss.

<sup>76</sup> Cfr. V. CARIDI, *Recesso libero*, cit., 679, il quale discorre di "effetto disincentivante [del recesso *ad nutum*] rispetto all'apporto di capitale di rischio che potrebbe discendere dalla obliterazio-

## 7. Correttivi interpretativi e proposte di riforma

Il recesso *ad nutum* costituisce dunque un istituto dannoso che ostacola lo sviluppo dell'impresa organizzata in forma di società di capitali. Naturalmente, la concreta rilevanza e gravità di tale problema risulta significativamente mitigata dal fatto che l'autonomia privata può agevolmente escludere questa forma di recesso attraverso la previsione di un termine di durata per la società. Questa opzione rende il recesso *ad nutum* nei fatti un'ipotesi di recesso derogabile, al pari di quelle espressamente qualificate come tali, e questo, come appena osservato, contribuisce a ridurre notevolmente l'impatto pratico delle disfunzioni poc'anzi sottolineate.

Ciò premesso, i problemi riconnessi alla presenza di questa forma di recesso offrono comunque supporto a interpretazioni volte a circoscriverne l'ambito di operatività. In primo luogo, essi forniscono un forte argomento contro la possibilità, prefigurata in dottrina<sup>77</sup> e giurisprudenza<sup>78</sup>, di estendere il recesso *ad nutum* alle società di capitali contratte per una durata che eccede la vita del socio, applicando analogicamente il principio stabilito all'art. 2285 per le società di persone. A sostegno di questa tesi milita non solo l'appena menzionato carattere pregiudizievole dell'istituto, che suggerisce per l'appunto di limitarne quanto più possibile l'ambito di operatività, ma anche la profonda diversità che sussiste fra recesso *ad nutum* nelle società di persone e recesso *ad nutum* nelle società di capitali<sup>79</sup>. È possibile che la scelta legislativa in favore dell'introduzione di questa speciale forma di recesso per le società di capitali chiuse sia stata ispirata anche dall'omologo istituto delle società di persone, sulla base di una presunta affinità fra la posizione del socio nelle une e nelle altre. Abbiamo constatato, tuttavia, che una tale affinità non è ravvisabile, poiché, diversamente dalle società di persone, lo *status* di socio in una società di capitali non comporta alcun profilo di "onerosità" che possa giustificare la scelta di offrire a quest'ultimo uno strumento di risoluzione unilaterale del rapporto ove questo abbia durata indefinita, nel solco del generale principio di inammissibilità dei vincoli perpetui<sup>80</sup>. Tale profonda diversità

---

ne delle esigenze di lungo termine della società" (lo stesso Autore, tuttavia, in altra parte del suo scritto appare propugnare la tesi opposta: v. *supra*, nt. 44); M. GATTI, *Sul recesso*, cit., 612, in nota (il quale, a commento dell'opinione di Delli Priscoli, osserva che "[s]e è [...] vero che la propensione all'investimento tendenzialmente aumenta a fronte della possibilità di un pronto e rapido disinvestimento, è altresì vero che l'eccessivo ampliamento di una simile possibilità ([...] attraverso il riconoscimento del diritto di recesso) non fa che produrre conseguenze diametralmente opposte").

<sup>77</sup> V. gli autori citati alla successiva nt. 83.

<sup>78</sup> Limitando la ricognizione ai casi più recenti, v. ad es. Trib. Milano, 30 giugno 2018; Trib. Torino, 5 maggio 2017, n. 2363; Trib. Roma, 22 ottobre 2015, n. 21224.

<sup>79</sup> V. sul punto le analoghe osservazioni di M. STELLA RICHTER jr., *Le società*, cit., 916 s.

<sup>80</sup> Si è visto, più nello specifico, che nelle società di capitali lo *status* di socio comporta l'acqui-

esclude la possibilità di ricorrere ad un'applicazione analogica dell'art. 2285 alle società di capitali<sup>81</sup>.

Pertanto, appare decisamente preferibile optare per un'interpretazione restrittiva e letterale del disposto degli artt. 2437, quarto comma e 2473, secondo comma, che circoscriva il recesso *ad nutum* ai soli casi di formale mancanza del termine di durata nell'atto costitutivo<sup>82</sup>.

---

sto di situazioni giuridiche esclusivamente attive: effettuato il conferimento – unico obbligo per il socio nascente dal contratto di società (peraltro, come già notato, immediatamente eseguibile o comunque esattamente definito nel *quantum*) – costui acquista esclusivamente diritti, prerogative, facoltà. V. *supra*, par. 3.

<sup>81</sup> Non è da escludere, inoltre, che la disposizione che prevede il recesso *ad nutum* nelle società di capitali debba considerarsi norma di carattere eccezionale, per il grave *vulnus* che pone al principio di *liquidation protection* e alla correlata insensibilità del patrimonio sociale alle vicende personali dei soci (v. *supra*, par. 6). Se si accede a questa idea, abbiamo un ulteriore, forte argomento contro qualsiasi interpretazione estensiva del dettato della norma.

<sup>82</sup> La dottrina, fin dai primi commenti alle nuove disposizioni, pare essersi in prevalenza orientata in questo senso. Cfr. P. BUTTURINI, *Le fattispecie legali*, cit., 359; V. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso*, cit., 300 s., il quale fa salvo però il caso della s.r.l. che presenta “un regolamento statutario a connotazione decisamente personalistica”, il quale, come tale, “giustificherebbe il ricorso all'analogia con la disciplina delle società personali”; M. CALLEGARI, *Art. 2437*, cit., 1400; EAD, *Il recesso*, cit., 226; S. CAPIELLO, *Recesso ad nutum*, cit., 525 ss.; L. DELLA TOMMASINA, *La nozione*, cit., 122; L. DELLI PRISCOLI, *Art. 2473*, cit., 298; V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 229 s., sulla base dell'osservazione che società di capitali e società di persone presentano differenze troppo pronunciate, quanto a rilievo della persona del socio e della tutela dell'integrità del capitale sociale, per consentire l'estensione analogica del dettato dell'art. 2285 c.c.; S. GUIZZARDI, *Il recesso*, cit., 230; G. MARASÀ, *Commento*, cit., 786; A. PACIELLO, *Il diritto*, cit., 429 (con specifico riferimento alla fissazione di un termine di durata lunghissimo); P. PISCITELLO, *Riflessioni*, cit., 522; L. SALVATORE, *Il «nuovo» diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2/2003, 635; G. ZANARONE, *Della società*, cit., 798 s. Si è anche sottolineato che l'eventuale scelta di legare la durata della società alla vita dei soci “si sarebbe posta insanabilmente in contrasto con le caratteristiche proprie delle società di capitali, che nulla hanno a che vedere con le persone dei soci” (L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria*, cit., 149). Il rilievo, tuttavia, può valere tutt'al più per la società per azioni, data l'impronta personalistica che la riforma del 2003 ha inteso dare alla s.r.l. Come accennato, non mancano in ogni caso gli autori inclini a riconoscere il recesso *ad nutum* anche nel caso in cui la durata della società ecceda la vita del socio o sia eccessivamente lunga: in questo senso si esprimono ad esempio F. ANNUNZIATA, *Art. 2473*, cit., 495; A. BARTOLACELLI, *Profili*, cit., 1129 s. O. CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, Cedam, Padova, 2007, 162 (con riferimento alla fissazione di un termine di durata eccessivamente lungo, che nell'opinione dell'Autore “comporta la qualificazione della società come contratto a tempo indeterminato”); CIOCCA, *Il recesso*, cit., 196 s.; M. VENTURUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2-3/2005, 329 s.; P. REVIGLIONE, *Il recesso*, cit., 212 s. Un caso particolare è rappresentato dalla clausola di proroga tacita del termine di durata della società: la presenza di questa clausola, nell'opinione di alcuni autori (M. CALLEGARI, *Art. 2437*, cit., 1403; V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 229; G.B. PORTALE-A. DACCÒ, *Criteri e modalità «penalizzanti»*, cit., 33), equivarrebbe nella sostanza ad una vera e propria assenza di termine, ragion per cui risulterebbe giustificato riconoscere il recesso *ad nutum*. Le considerazioni svolte nel testo ci inducono a propendere per la tesi negativa. A questo riguardo, si

In secondo luogo, le disfunzioni che si accompagnano a questa forma di recesso offrono supporto alla tesi della sua derogabilità. La maggior parte dei commentatori è orientata in senso contrario, ritenendo che il recesso *ad nutum* appartenga al novero delle ipotesi di recesso inderogabili<sup>83</sup>. Deve osservarsi, tuttavia, che, diversamente dalle altre ipotesi legali di recesso, il legislatore non lo qualifica espressamente come tale. Per ciò che concerne la s.p.a., il più volte citato ultimo comma dell'art. 2437, nel sancire la nullità dei patti volti a escludere o rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso, fa riferimento alle ipotesi previste dal primo comma della disposizione e dunque non al recesso *ad nutum*, previsto al terzo comma. Analogamente, nella s.r.l. il recesso *ad nutum* non è incluso nel catalogo di cause, previsto al primo comma dell'art. 2473, per cui è stabilito che il rimedio compete "in ogni caso" al socio. Non è dunque dato ravvisare alcun indice testuale in favore dell'inderogabilità del recesso *ad nutum*.

A questi rilievi potrebbe obiettarsi che poiché il sistema del recesso è caratterizzato da un'elevata "imperatività", le relative disposizioni debbano intendersi come inderogabili, salvo non sia espressamente stabilito il contrario. D'altra parte, quando il legislatore ha ritenuto che una data ipotesi di recesso potesse essere eliminata dallo statuto, non ha mancato di esplicitarlo, come dimostra il secondo comma dell'art. 2437, che qualifica espressamente come derogabili ("salvo che lo statuto disponga diversamente") le cause di recesso rappresentate dalla proroga del termine di durata della società e dall'introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari.

Nessuna di queste osservazioni, tuttavia, coglie nel segno. Quanto alla prima, deve sottolinearsi che l'idea secondo cui le norme sul recesso sarebbero da ritenere inderogabili salvo espressa disposizione contraria si pone in aperto contrasto

---

consideri che anche la previsione di un termine di durata estremamente lungo equipara *nei fatti* la società ad una società a tempo indeterminato (forse anche più di quanto non faccia la clausola di proroga tacita). Riconoscere l'applicabilità del recesso *ad nutum* per il caso di società contratta a tempo determinato con clausola di proroga tacita sulla base della sostanziale equivalenza con una società a tempo indeterminato costringerebbe a riconoscere tale prerogativa anche nella prima ipotesi, finendo per frustrare l'obiettivo di circoscrivere quanto più possibile lo spazio di applicazione di questa dannosa forma di recesso.

<sup>83</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *Art. 2473*, cit., 494, 496 (con riferimento al recesso *ad nutum* previsto per la s.r.l., argomentando dalla previsione che consente all'autonomia privata di prevedere per il recesso un termine di preavviso maggiore di quello legale ma comunque non superiore all'anno: secondo l'Autore, "sarebbe in evidente contrasto con questo elemento il poter escludere del tutto l'operatività di questa causa di recesso" (p. 496)); A. BARTOLACELLI, *Profili*, cit., 1161 s.; N. CIocca, *Il recesso*, cit., 188 s.; P. BUTTURINI, *Le fattispecie legali*, cit., 356; V. DI CATALDO, *Il recesso*, cit., 229; D. GALLETI, *Art. 2437*, cit., 1516; C. IBBA, *I limiti*, cit., 47; G. MARASÀ, *Commento*, cit., 781, 785; G. ZANARONE, *Della società*, cit., 800. In favore della derogabilità si esprimono invece S. CAPIELLO, *Recesso ad nutum*, cit., 524 (che ritiene la disposizione derogabile sia in sede di costituzione della società che *ex post* con delibera di modifica dello statuto (attributiva di recesso ai soci dissenzienti)); L. DELLI PRISCOLI, *Art. 2473*, cit., 297.

con una delle principali direttrici di politica legislativa della riforma del 2003, la valorizzazione dell'autonomia privata<sup>84</sup>. Un'interpretazione coerente con tale direttrice impone di considerare derogabile tutto quello che non è espressamente qualificato come inderogabile (o che non appaia altrimenti palesemente inderogabile in ragione dei particolari interessi tutelati, cosa che non può predicarsi del recesso *ad nutum*).

Quanto alla seconda, può ribattersi osservando che è altrettanto vero che il legislatore, dove ha ritenuto che una data ipotesi di recesso dovesse considerarsi inderogabile, non ha mancato di indicarlo espressamente (lo testimoniano le cause di recesso legali previste al primo comma dell'art. 2437 e al primo comma dell'art. 2473, qualificate *expressis verbis* come inderogabili dal legislatore). È dunque altrettanto plausibile ritenere che la mancata espressa menzione della derogabilità del recesso *ad nutum* debba essere intesa come indice della volontà del legislatore di renderlo eliminabile ad opera dell'autonomia privata.

Optare per la derogabilità di questa forma di recesso offrirebbe maggior spazio all'autonomia privata, che per sfuggire al recesso *ad nutum* non sarebbe più costretta a prevedere un termine di durata della società (in ipotesi anche quando ciò non rientri nel comune interesse dei soci)<sup>85</sup>. D'altro canto, una volta constatato che gli interessi sottesi al generale principio di inammissibilità dei vincoli contrattuali perpetui non vengono scalfiti dalla previsione di una società di capitali a tempo indeterminato, viene meno il principale argomento a favore dell'inderogabilità di questa forma di recesso.

In prospettiva *de iure condendo*, le disfunzioni riconnesse al recesso *ad nutum* suggeriscono di trasformarlo in causa di recesso opzionale, che, come tale, richiede un'espressa scelta statutaria per entrare a far parte delle cause di recesso di una data società. La regola generale dispositiva deve dunque essere che, salvo espresso patto contrario, non è consentito recedere *ad nutum* da una società di capitali priva di termine di durata.

Un importante limite alla facoltà di *opt-in* dei soci, tuttavia, deve essere stabilito per le previsioni statutarie introdotte successivamente alla costituzione della società. Si è visto che il recesso *ad nutum* consente che le vicende personali del socio si ripercuotano sul patrimonio sociale<sup>86</sup>, compromettendone la stabilità (e,

---

<sup>84</sup> V. l'art. 2, primo comma, lett. *d*), della legge n. 366/2001, il quale annovera l'ampliamento degli ambiti dell'autonomia statutaria fra i principi generali della riforma.

<sup>85</sup> V. sul punto L. ENRIQUES, *Audizione dinanzi alle Commissioni Giustizia e Finanze riunite in tema di Riforma del diritto societario*, 27 novembre 2002, par. 2 ("La previsione di un diritto di recesso in caso di società a tempo indeterminato [...] rende praticamente inutilizzabile la possibilità di non prevedere un termine di durata").

<sup>86</sup> Si è già osservato, ad esempio, che fra le motivazioni alla base della decisione del socio di esercitare la prerogativa vi può essere quella di ottenere liquidità per far fronte ai propri debiti personali.

ancor più radicalmente, la funzionalizzazione all'esercizio dell'impresa). Per questa ragione, esso presenta una diretta ed evidente pericolosità per i creditori sociali. Si è anche visto – ed è l'aspetto che desta le maggiori preoccupazioni in un'ottica di efficienza del sistema – che la prospettiva che questa forma di recesso possa essere introdotta *ex post* dai soci attraverso una rimozione del termine di durata della società induce i creditori maggiormente sofisticati a scontare questo rischio in sede di costituzione del rapporto, richiedendo un interesse più elevato anche in quelle società in cui il recesso *ad nutum* non è presente, in anticipazione dell'eventualità che possa essere introdotto in futuro.

Pertanto, appare opportuno subordinare l'introduzione *ex post* (ossia successiva alla costituzione della società) del recesso *ad nutum* all'assenso dei creditori, prevedendo in favore di questi ultimi il diritto di opporsi alla modifica statutaria che lo istituisce, sulla falsariga di quanto oggi previsto per le riduzioni volontarie di capitale e per il caso, più volte incontrato nell'ambito della presente analisi, in cui per la liquidazione del socio recedente debba attingersi al capitale. La possibilità per i creditori di bloccare la modifica statutaria che introduce *ex post* la prerogativa dovrebbe offrire ad essi (e soprattutto a quelli sforniti di garanzie) adeguata protezione rispetto ai rischi che si sono accennati, riducendo gli effetti di indiscriminato aumento del costo del credito cui si è fatto riferimento.

## 8. Osservazioni conclusive

Le riflessioni svolte nelle pagine che precedono indicano chiaramente che il recesso *ad nutum* rappresenta un vero e proprio *outlier* nell'attuale sistema del recesso. Esso presenta caratteristiche giuridiche peculiari, prima fra tutte il suo essere svincolato da qualsiasi atto, decisione o comportamento della società e della maggioranza, che lo distinguono dalla generalità delle altre cause di recesso, legate invece ad una specifica decisione sociale. Proprio queste differenze inducono ad escludere che a questa forma di recesso possa attribuirsi una funzione di tutela della minoranza (com'è proprio invece delle altre cause di recesso appena richiamate), sebbene si sia anche osservato che, proprio perché "libero", nulla esclude in principio che esso possa essere utilizzato anche in risposta a decisioni ed atti ritenuti sgraditi.

La maggior parte dei commentatori riconduce questa particolare forma di recesso al generale principio di inammissibilità dei vincoli obbligatori perpetui, proprio del diritto contrattuale generale. Abbiamo avuto modo di constatare, tuttavia, che una tale ricostruzione non risulta convincente: da un lato, infatti, il vincolo giuridico assunto con l'adesione ad una società di capitali non presenta alcun profilo di onerosità – ciò che tradizionalmente giustifica l'avversione dell'ordinamento verso quel tipo di vincoli –, dall'altro, esso non presenta neanche alcun carattere di reale perpetuità, data la possibilità, per il socio, di cedere la propria par-

tecipazione a terzi ovvero, ove questa facoltà risulti esclusa o limitata dall'atto costitutivo, di vendere le proprie partecipazioni agli altri soci o recedere.

Il recesso *ad nutum* assolve ad una funzione diversa, consistente nell'agevolare il disinvestimento del socio in una situazione in cui la partecipazione risulta usualmente illiquida, con il presumibile obiettivo di favorire *ex ante* l'afflusso di capitale di rischio. Si è visto, tuttavia, che questo obiettivo viene realizzato a spese del principio di stabile destinazione del patrimonio sociale all'attività di impresa. Quest'ultimo, infatti, per effetto della presenza del recesso *ad nutum* risulta costantemente esposto alle richieste di rimborso dei soci e dunque ad un rischio di depauperamento che incide in maniera fortemente negativa sullo sviluppo dell'impresa comune.

Può dunque seriamente dubitarsi della capacità del recesso *ad nutum* di favorire l'investimento in capitale di rischio e, più in generale, di svolgere alcuna utile funzione sul piano finanziario e del governo delle società di capitali. Le appena richiamate disfunzioni suggeriscono di optare per interpretazioni che ne circoscrivano quanto più possibile l'ambito di operatività e, in prospettiva di *policy*, di trasformarlo in causa di recesso opzionale accompagnata da specifici presidi di protezione dei creditori sociali.



## CONCLUSIONI

Per effetto della riforma del 2003, l'istituto del recesso ha assunto un ruolo centrale nella *governance* delle società di capitali. Il legislatore ha significativamente ampliato il catalogo di cause al ricorrere delle quali al socio è consentito uscire dalla società e, attraverso una radicale modifica dei criteri di liquidazione, ha reso questa opzione concretamente appetibile. Come visto al cap. 1, la scelta del legislatore italiano di valorizzare di recesso si pone per molti versi in controtendenza nel panorama internazionale. L'analisi comparata indica infatti chiaramente che nei principali ordinamenti societari europei e in quello nordamericano il recesso è un istituto – si perdoni il gioco di parole – “recessivo”, che occupa uno spazio (ed ha un rilievo) molto inferiore rispetto a quello occupato nell'ordinamento italiano attuale.

Prima della riforma, al recesso veniva attribuita una funzione di tutela della minoranza rispetto a mutamenti radicali della società realizzati dalla maggioranza. Sul punto vi era sostanziale unanimità di vedute (così come sul fatto che, in concreto, per il carattere fortemente penalizzante dei criteri di determinazione del valore di liquidazione al tempo vigenti, l'istituto fosse incapace di assolvere efficacemente a questa funzione). Una tale unanimità di vedute viene meno a seguito della riforma. La proliferazione delle cause di recesso e la loro apparente eterogeneità inducono non pochi commentatori a ritenere che il “nuovo recesso” sia un istituto in realtà polifunzionale, non riconducibile ad una *ratio* o matrice unitaria. Altri abbandonano del tutto la tradizionale concezione dell'istituto quale strumento di tutela del socio dissenziente in favore della tesi secondo cui il recesso assolverebbe in realtà primariamente ad una funzione di liquidità: il suo scopo sarebbe rendere l'investimento del socio più agevolmente monetizzabile, così da incentivarne l'ingresso in società e potenziare dunque la capacità di quest'ultima – specie quando non quotata – di raccogliere capitale di rischio. Le riflessioni condotte nelle pagine che precedono smentiscono questa idea e dimostrano che il recesso, nonostante il significativo ampliamento delle cause e l'apparente eterogeneità dei “fatti” societari che ne determinano l'insorgere, rimane un istituto saldamente ancorato ad una funzione di tutela del socio dissenziente. L'unica (significativa) ipotesi di recesso che non è riconducibile ad una tale funzione è il recesso *ad nutum*, il quale adempie effettivamente ad una funzione diversa, e segnatamente ad una funzione di liquidità.

In che modo, tuttavia, il recesso incide sull'azione della maggioranza e dunque sul governo della società? I pochi autori che hanno affrontato il tema con una qualche organicità sottolineano che il recesso rappresenta uno strumento di contrattazione endosocietaria che permette alla minoranza di ottenere condizioni più favorevoli in occasione delle decisioni per le quali la prerogativa è prevista. Vi è poi chi mette in evidenza come esso rappresenti uno strumento per assoggettare l'operazione al giudizio del mercato, determinando il fallimento delle operazioni che tale gradimento non ricevono. A queste osservazioni si affianca però quasi sempre un *caveat*: il recesso è uno strumento che può ostacolare l'azione della maggioranza e dunque, per questa via, nuocere al governo della società.

L'analisi sviluppata nelle pagine che precedono si innesta su questo insieme di riflessioni, con l'obiettivo di comprendere come il recesso incida sul contenuto delle decisioni della maggioranza ed in special modo sulla loro capacità di creare valore. Essa dimostra in primo luogo che il recesso, per come attualmente costruito dal legislatore – ed in special modo grazie all'adozione di criteri di liquidazione finalizzati a garantire al socio l'effettivo valore della partecipazione posseduta –, costituisce un efficace strumento di contrasto alle operazioni inefficienti aventi valenza espropriativa. Esso permette infatti di trasferire sulla maggioranza i costi che l'operazione impone alla minoranza, rendendone non più conveniente l'adozione ove, com'è tipico di qualsiasi operazione inefficiente, il vantaggio ricavato dalla prima è inferiore al costo imposto alla seconda. Il recesso svolge dunque un'importante funzione di *screening* dell'efficienza e dell'equità delle decisioni sociali: esso, quantomeno in principio, impedisce in radice quelle inefficienti, ossia distruttrici di valore, ma vantaggiose per la maggioranza poiché caratterizzate da effetti redistributivi.

Qual è invece l'impatto del recesso sulle operazioni efficienti? Qui la riflessione si complica. In uno scenario caratterizzato da costi di transazione bassi o trascurabili, il recesso si rivela uno strumento altamente efficiente, perché non ostacola questo tipo di operazioni, inducendo tutt'al più la maggioranza a strutturarle in senso non pregiudizievole per la minoranza. Se l'operazione è efficiente e non dannosa per la minoranza (ossia efficiente in senso paretiano), il socio non ha interesse a recedere, poiché una scelta in tal senso lo danneggerebbe. La somma ricevuta a titolo di liquidazione, infatti, sarebbe inferiore al valore della sua partecipazione. Inoltre, anche ove il socio decidesse in senso diverso, ad esempio nel tentativo di ostacolare la maggioranza con l'obiettivo di ottenere vantaggi ulteriori (e indebiti), quest'ultima avrebbe la possibilità di sostituirlo agevolmente con nuovi soci subentranti. Costoro, infatti, pagherebbero per la partecipazione del recedente una somma di denaro inferiore rispetto all'effettivo valore di questa e sarebbero dunque ben contenti di subentrare.

Se invece l'operazione è efficiente ma dannosa per la minoranza (ossia è un'operazione efficiente nel senso di Kaldor-Hicks), il socio ha ovviamente incentivo a recedere, dal momento che la decisione riduce il valore della sua partecipazione.

Il recesso, tuttavia, non impedisce il compimento dell'operazione, poiché l'esborso richiesto alla maggioranza è comunque inferiore al vantaggio che questa ricava dall'operazione. La presenza del recesso ha quindi l'effetto concreto di indurre la maggioranza a strutturare l'operazione in senso non pregiudizievole per la minoranza (a trasformarla in un'operazione efficiente in senso pareziano).

La situazione cambia però radicalmente quando i costi legati alla sostituzione del socio recedente sono elevati, com'è tipicamente il caso delle società non quotate. In questo caso la maggioranza incontra difficoltà nel sostituire il socio recedente con nuovi soci subentranti e questo apre la porta ad un utilizzo opportunistico della prerogativa. Quel che è peggio, poi, la somma pagata al socio a titolo di rimborso tende a premiarlo oltremisura, perché garantisce a quest'ultimo una somma di denaro corrispondente (e spesso superiore) al valore di mercato della partecipazione, sollevandolo tuttavia dai costi di transazione (elevati) che è necessario sobbarcarsi per ricavare effettivamente quel valore attraverso un'ordinaria operazione di mercato. Questo effetto di sovra-compensazione, legato agli odierni criteri di liquidazione orientati al *fair value* e a come essi vengono comunemente interpretati e applicati, altera gli incentivi all'esercizio del rimedio, rendendo conveniente recedere anche a fronte di operazioni che accrescono il valore delle partecipazioni di minoranza.

I costi di transazione costituiscono quindi un fattore cruciale ai fini della complessiva efficienza del recesso: questo tende ad operare meglio (con maggiore efficienza) nelle società dove questi costi sono trascurabili, ossia, in buona sostanza, le società quotate. In queste società esso assolve con buona (quantunque non perfetta: ritorneremo sul punto a breve) efficacia al proprio ruolo di strumento di *screening* delle operazioni inefficienti e dannose per la minoranza senza ostacolare quelle efficienti e vantaggiose per quest'ultima, indirizzando la maggioranza verso un utilizzo corretto del proprio potere. Dove invece i costi di transazione sono elevati (nelle società non quotate), esso presenta il significativo inconveniente di ostacolare le operazioni efficienti e non dannose, intralciando la creazione di valore.

Un altro importante elemento che incide sulla complessiva funzionalità del recesso è rappresentato dalla struttura proprietaria della società. Il recesso assolve appieno al proprio ruolo di controllo dell'equità e dell'efficienza delle decisioni (con i limiti che si sono appena richiamati) nelle società che vedono la presenza di un socio di controllo. È in queste società, infatti, che le decisioni sociali possono più frequentemente essere piegate agli interessi particolari di un socio (il socio di controllo), con correlativo sacrificio dell'interesse dei soci di minoranza. Nelle società prive di socio di controllo, invece, questo tipo di rischi è sostanzialmente assente. In queste società, il recesso si rivela pertanto uno strumento comparativamente meno utile (se non addirittura dannoso): da un lato, esso risulta ridondante perché ripetitivo di un controllo sulla qualità della decisione già efficacemente compiuto attraverso il voto assembleare. Dall'altro, esso può generare fenomeni di *free riding* (ossia indurre i soci a non esprimere supporto per la decisione anche

ove convinti della sua convenienza) che possono ostacolare il compimento di operazioni efficienti e vantaggiose per l'insieme dei soci.

La complessiva funzionalità del recesso nel governo delle società di capitali dipende dunque dai due fattori che si sono richiamati: costi di transazione e struttura proprietaria. Il recesso opera al meglio nelle società quotate che vedono la presenza di un socio di controllo (in Italia, com'è ampiamente noto, la maggior parte delle società quotate). Esso opera invece in misura comparativamente meno efficiente nelle società quotate e proprietà diffusa e soprattutto nelle società chiuse, dove si rivela in grado di ostacolare sistematicamente le decisioni creatrici di valore. Ed è facile constatare che l'attuale regime non risulta costruito coerentemente con queste caratteristiche: le attuali regole riconoscono infatti il recesso in termini complessivamente più generosi nelle società chiuse ed in termini viceversa più restrittivi nelle società quotate.

L'analisi fa poi emergere due difetti del sistema attuale. Uno concerne i criteri di liquidazione. Questi sono causa degli effetti di sovra-compensazione che, nelle società chiuse, alterano gli incentivi all'esercizio del rimedio, rendendolo d'intralcio per le decisioni efficienti. Si è anche visto che, questa volta nelle società quotate, essi non sempre si rivelano capaci di offrire al socio una protezione piena rispetto agli effetti negativi della delibera, con la conseguenza di non scoraggiare del tutto la maggioranza dall'adozione di decisioni dannose per la minoranza.

Il secondo limite, di carattere più generale e per questa ragione probabilmente ancora più significativo, concerne l'elevato grado di imperatività della disciplina e dunque lo scarso spazio riconosciuto all'autonomia privata. Poiché l'efficienza del rimedio varia sulla base dei fattori che si sono richiamati (costi di transazione e struttura proprietaria), non esiste una soluzione regolamentare ottimale per tutte le società. Questo suggerisce che l'autonomia privata dovrebbe essere messa in condizione di calibrare la presenza e il peso del rimedio all'interno della singola società, sulla base degli appena menzionati fattori. Ad esempio, i soci di una società chiusa a ristretta base partecipativa potrebbero trovare conveniente ridurre il numero di ipotesi di recesso per evitare che la presenza del rimedio, specie quando associata a determinate operazioni come aumenti di capitale e fusioni (è il caso della s.r.l.), possa ostacolare la crescita della società. Specularmente, una società quotata con un socio di controllo "forte", in possesso di un numero di voti sufficiente a controllare anche le deliberazioni dell'assemblea straordinaria, potrebbe avere interesse a espandere l'operatività del rimedio, estendendolo a operazioni non ricomprese nel catalogo legale (ad esempio, proprio alle fusioni e agli aumenti di capitale con esclusione del diritto d'opzione, che ben si prestano a manovre espropriative), per offrire protezione rafforzata ai propri investitori di minoranza e dunque ridurre il proprio costo del capitale. Il carattere inderogabile della disciplina, tuttavia, preclude entrambe le operazioni.

La rigidità del regime attuale è poi fonte di un ulteriore problema: essa impedisce ai soci di rimodulare al ribasso i criteri di liquidazione legali per eliminare gli

effetti di sovra-compensazione che si verificano nelle società chiuse (ed in misura minore anche nelle società quotate) e correggere per tale via gli incentivi all'esercizio del rimedio, in alternativa alla già menzionata opzione, anch'essa preclusa dall'attuale sistema, consistente nel limitare la presenza e il peso del rimedio agendo sul numero di cause di recesso.

Si è pertanto cercato di comprendere se vi siano delle valide ragioni a sostegno di una tale elevata imperatività, ma non le si è trovate. L'inderogabilità *in peius* del regime legale, che connota tutte le società e, per le ragioni che si sono dette, risulta particolarmente dannosa per le società chiuse, appare giustificata solo per le modifiche *ex post* o *midstream*, ossia quelle che intervengono dopo l'ingresso in società dei soci di minoranza, mentre invece risulta priva di giustificazione per le modifiche originarie o *ex ante*, ossia quelle che intervengono all'atto della costituzione della società o comunque prima dell'ingresso in questa di investitori di minoranza. Queste ultime, infatti, non sono modifiche imposte al socio di minoranza in virtù del ricorso alla regola maggioritaria: il socio di minoranza ha quindi la possibilità di reagire agli eventuali rischi posti da una riduzione dello spazio riconosciuto al recesso o da una revisione al ribasso dei criteri di liquidazione offrendo un prezzo inferiore per l'acquisto della partecipazione ovvero (ove ritenga il rischio eccessivo) rifiutandosi di sottoscrivere o acquistare la partecipazione.

Nemmeno l'inderogabilità *in melius*, ossia la facoltà di arricchire il catalogo legale delle cause di recesso, preclusa alle società aperte, risulta fornita di una valida giustificazione. Il legislatore motiva tale scelta con l'esigenza di evitare gli effetti di turbativa che si verificherebbero in queste società in conseguenza di una troppo agevole e frequente facoltà di recesso. Si è avuto modo di constatare, tuttavia, che tale rischio non sussiste o al più risulta molto limitato. Nemmeno giustificazioni di carattere più generale e tradizionale, come l'esigenza di salvaguardare le ragioni del ceto creditorio o l'interesse alla continuità dell'impresa, appaiono fornire valido supporto alla scelta legislativa in questione. I creditori, infatti, risultano ampiamente tutelati dall'attuale costruzione normativa dell'istituto, che preclude che le ragioni del recedente (il diritto di quest'ultimo alla quota di liquidazione) possano "scavalcare" quelle dei creditori, e dagli stessi incentivi dei soci, i quali sono i primi a non avere alcun interesse ad imbastire un regime convenzionale del recesso che possa condurre ad un dannoso scioglimento anticipato della società. Nemmeno l'interesse alla conservazione dell'impresa offre una valida giustificazione alla scelta di impedire alle società aperte di arricchire il catalogo legale, in primo luogo per la propria evidente connotazione istituzionalistica, incompatibile con la moderna concezione contrattuale delle società di capitali, in secondo luogo perché chiaramente contrastante con alcune scelte legislative, come quella di consentire ai soci di sciogliere anticipatamente la società, e infine perché, come appena accennato, è prima di tutto nell'interesse dei soci evitare soluzioni organizzative che possano condurre a un dannoso scioglimento anticipato della società.

A buona parte dei limiti del sistema del recesso può porsi rimedio senza intervenire sulle regole attuali, facendo leva su interpretazioni correttive o soluzioni di tipo statutario o parasociale. Ai problemi di sovra-compensazione del socio recedente nelle società chiuse potrebbe ad esempio rimediarsi riconoscendo l'applicazione, in sede di determinazione del valore di rimborso, di sconti di liquidità e minoranza. Sebbene la maggioranza dei commentatori sia incline a negare l'ammissibilità di questi sconti, si è visto che, quantomeno per ciò che concerne le s.p.a. non quotate, l'attuale formulazione dei criteri legali non lo impedisce, ed anzi fornisce alcuni significativi appigli testuali in favore di una tale soluzione. Più difficile è invece riconoscere gli sconti in questione nella s.r.l., dove il dato letterale sembra escluderlo con maggiore univocità. Similmente, ai problemi di sotto-compensazione del socio che caratterizzano, in misura meno intensa e grave (ma comunque non irrilevante), le società quotate, può agevolmente rimediarsi facendo uso degli spazi concessi all'autonomia statutaria in punto di deroga "migliorativa" ai criteri di liquidazione legale (al contrario, però, un simile intervento è precluso ove si voglia rimediare agli effetti di sovra-compensazione che pure possono verificarsi in queste società).

Più difficile è invece rimediare, *de iure condito*, al problema dell'eccessiva rigidità della disciplina, soprattutto per ciò che concerne la riduzione del novero delle cause di recesso. Tuttavia, si è constatato che uno spiraglio significativo può aprirsi sul piano parasociale. Vi è infatti spazio per ritenere che le attuali preclusioni riguardino la sfera sociale e non, per l'appunto, quella parasociale. Questo apre alla possibilità di stipulare patti parasociali di rinuncia preventiva al recesso, attraverso i quali ridurre l'incidenza del rimedio in quelle società (le società chiuse ed in special modo le s.r.l.) dove esso ha l'attitudine più forte ad ostacolare lo sviluppo dell'impresa.

L'analisi svolta nelle pagine che precedono offre anche alcune importanti indicazioni in chiave di *policy*. In primo luogo, il regime del recesso dovrebbe riservare complessivamente maggior spazio all'autonomia privata. Questa dovrebbe essere messa in condizione di ridurre le cause legali di recesso e finanche eliminare del tutto la presenza dell'istituto in sede di costituzione della società (o comunque prima dell'ingresso in essa di investitori di minoranza), e dovrebbe altresì essere libera di arricchire il catalogo legale (*ex ante* ed *ex post*) anche nelle società aperte. In secondo luogo, i criteri di determinazione del valore di liquidazione nelle società non quotate dovrebbero essere rivisti in maniera tale da includere sconti di liquidità e minoranza che permettano di eliminare gli attuali effetti di sovra-compensazione, cancellando qualsiasi incentivo a esercitare il recesso in occasione di operazioni che accrescano il valore della partecipazione del socio. Infine (sebbene una tale esigenza appaia comparativamente meno pressante rispetto all'appena richiamata modifica dei criteri di rimborso nelle società non quotate), appare opportuno rivedere anche i criteri di liquidazione propri delle società quotate, per minimizzare gli effetti di sotto- e sovra-

compensazione che anch'essi (quantunque in misura complessivamente meno grave) appaiono capaci di generare.

Nell'attuale sistema del recesso, vi è un'unica ipotesi che non risponde all'obiettivo di tutela della minoranza (quantunque possa di fatto essere utilizzata per reagire ad atti o decisioni sgradite): il recesso *ad nutum*. L'analisi svolta nelle pagine che precedono dimostra che questa peculiare forma di recesso non è riconducibile al generale principio di inammissibilità dei vincoli contrattuali perpetui, come invece generalmente si ritiene. Lo *status* di socio in una società di capitali, infatti, è privo di quei profili di onerosità che giustificano la scelta dell'ordinamento di impedire questo tipo di vincoli ed è normativamente costruito sì da dare sempre al socio il diritto di interrompere anzitempo il proprio legame partecipativo con la società. Il recesso *ad nutum* ha invece una evidente funzione di liquidità: esso serve a permettere al socio di disinvestire in contesti in cui questa opzione, per le caratteristiche della società (priva di termine di durata) e della partecipazione (illiquida), risulta particolarmente difficile, e avrebbe pertanto l'obiettivo di incentivare l'investimento. L'accresciuta liquidità della partecipazione è però ottenuta a spese della stabilità del patrimonio sociale e questo è fonte di gravi disfunzioni. L'instabilità patrimoniale accresce il costo del credito e impedisce alla società un'adeguata pianificazione finanziaria, precludendole la possibilità di crescere e competere con successo nel mercato. È dunque probabile che il recesso *ad nutum*, contrariamente a quelli che rappresentano gli obiettivi ultimi sottesi alla sua introduzione, scoraggi invece che facilitare l'afflusso di capitale di rischio. Alle disfunzioni del recesso *ad nutum* può agilmente rimediarsi facendo ricorso all'autonomia statutaria (prevedendo un termine di durata della società). La loro gravità, tuttavia, offre supporto a soluzioni interpretative che, nei contesti in cui la prerogativa è destinata ad operare, ne limitino quanto più possibile la portata, come quella che ne circoscrive l'ambito di applicazione alle sole società formalmente prive di termine di durata, escludendo che il rimedio trovi applicazione, come pure frequentemente prospettato, in società con durata eccessiva o che ecceda la vita del socio, e quella che lo annovera fra le cause di recesso derogabili e non invece, come ritenuto dai più, inderogabili.

In chiave di *policy*, le accennate disfunzioni suggeriscono di trasformare il recesso *ad nutum* in causa di recesso opzionale e, per la sua spiccata capacità di nuocere ai creditori sociali, la sua introduzione "*midstream*" (successiva alla costituzione della società) dovrebbe essere condizionata alla mancata opposizione di questi ultimi.



## BIBLIOGRAFIA

- ADDAMO S., *Diritto di recesso e modifica dei diritti di voto o di partecipazione*, Giuffrè, Milano, 2022.
- ADMATI A.R.-PFLEIDERER P., *The “Wall Street Walk” and Shareholder Activism: Exit as a Form of Voice*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 2645 (2009).
- AGSTNER P.-CAPIZZI A.-GIUDICI P., *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Riv. ODC*, 2/2020, p. 353 ss.
- AKERLOF G., *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in 84 *Quat. J. Econ.*, 488 (1970).
- ALLEN W.-KRAAKMAN R., SUBRAMANIAN G., *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, II ed., Aspen, New York, 2007.
- ANGELICI C., *La riforma delle società di capitali*, II ed., Cedam, Padova, 2006.
- ANGELICI C., *Orientamenti e questioni in tema di diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 1/2024, II, p. 128 ss.
- ANNUNZIATA F., *AIM Italia e disciplina degli emittenti, 10 anni dopo*, in *Riv. soc.*, 1/2020, p. 242 ss.
- ANNUNZIATA F., *Art. 2473*, in L.A. BIANCHI (a cura di), *Società a responsabilità limitata*, Egea, Milano, 2008, p. 451 ss.
- APPEL I.R., GORMLEY T.A., KEIM D.B., *Passive Investors, Not Passive Owners*, 121 *J. Fin. Econ.* 111 (2016).
- ARMOUR J.-HANSMANN H.-KRAAKMAN R., *Agency Problems and Legal Strategies*, in R. KRAAKMAN *et al.* (eds), *The Anatomy of Corporate Law*, III ed., OUP, Oxford, 2017, p. 29 ss.
- ARMOUR J.-HANSMANN H.-KRAAKMAN R.-PARGENDLER M., *What is Corporate Law?*, in KRAAKMAN *et al.* (eds), *The anatomy of Corporate Law*, OUP, Oxford, III ed., 2017.
- ASCARELLI T., *Corso di diritto commerciale. Introduzione e teoria dell'impresa*, III ed., Giuffrè, Milano, 1962.
- ASCARELLI T., *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in ID, *Studi in tema di società*, Giuffrè, Milano, 1992, p. 99 ss.
- BAINBRIDGE S.M., *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 *Harv. L. Rev.* 1735 (2006).
- BARCELONA E., *Buona fede e abuso del diritto di recesso ad nutum tra autonomia privata e sindacato giurisdizionale*, in *Giur. comm.*, 2/2011, II, p. 295 ss.
- BARTOLACELLI A., *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. imp.*, 3/2004, p. 1125 ss.

- BEBCHUK L., *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 *Quat. J. Econ.* 957 (1984).
- BEBCHUK L., *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 *Harv. L. Rev.* 1820 (1989).
- BEBCHUK L.-HIRST S., *Index funds and the future of corporate governance: Theory, evidence, and policy*, 119(8) *Colum. L. Rev.* 2029 (2019).
- BERGLÖF E.-BURKART M., *European takeover regulation*, in 18.36 *Econ. Pol.* 171 (2003).
- BERLE V.A.-MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction publishers, New Brunswick-London, 1932.
- BIONE M., *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in P. ABBADESSA-G. B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. III, Utet, Torino, 2007, p. 205 ss.
- BLACK B., *Is Corporate Law Trivial: A Political and Economic Analysis*, 84 *Nw. U. L. Rev.* 542 (1989-1990).
- BLACK B.-GILSON R., *Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets*, in 47 *J. Fin. Econ.* 243 (1998).
- BLAIR M.M., *Locking in Capital: What Corporate Law Achieved for Business Organizers in the Nineteenth Century*, 51 *Ucla L. Rev.* 387 (2003).
- BLOCK S., *The Liquidity Discount in Valuing Privately Owned Companies*, 17 *J. Appl. Fin.* 33 (2007).
- BONACCORSI DI PATTI D., *Intorno all'applicabilità dell'art. 2265 c.c. alle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 5/2023, p. 854 ss.
- BUONOCORE V., *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Morano, Napoli, 1960.
- BUTTURINI P., *Le fattispecie legali di recesso introdotte dalla riforma delle società di capitali*, in *Contr. imp.*, 2/2008, p. 354 ss.
- CAGNASSO O., *Abuso del diritto di recesso da parte del socio*, in *N. dir. soc.*, 13/2013, p. 7 ss.
- CAGNASSO O., *Artt. 2473-2473 bis*, in G. COTTINO et al. (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, vol. II, Zanichelli, Bologna, 2004, p. 1836 ss.
- CAGNASSO O., *La società a responsabilità limitata*, Cedam, Padova, 2007.
- CALABRESI G.-MELAMED A.D., *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, 85 *Harv. L. Rev.* 1089 (1972).
- CALANDRA BUONAURO V., *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 3/2005, I, 291 ss.
- CALIFANO G.V., *Il recesso nelle società di capitali*, Cedam, Padova, 2010.
- CALLAHAN S.-PALIA D.-TALLEY E. L., *Appraisal Arbitrage and Shareholder Value*, 3 *J. L. Fin. & Acct.* 147 (2018).
- CALLEGARI M., *Art. 2437*, in G. COTTINO et al., *Il nuovo diritto societario*, vol. II, Zanichelli, Bologna, 2004, p. 1387 ss.
- CALLEGARI M., *Art. 2437-bis*, in G. COTTINO et al., *Il nuovo diritto societario*, vol. II, Zanichelli, Bologna, 2004, p. 1410 ss.
- CALLEGARI M., *Art. 2437 ter*, in G. COTTINO et al., *Il nuovo diritto societario*, vol. II, Zanichelli, Bologna, 2004, p. 1420 ss.
- CALLEGARI M., *Art. 2437-quater*, in G. COTTINO et al., *Il nuovo diritto societario*, vol. II, Zanichelli, Bologna, 2004, 1430 ss.

- CALLEGARI M., *Il recesso del socio nella s.r.l.*, in M. SARALE (diretto da), *Le nuove s.r.l.*, Zanichelli, Bologna, 2008, p. 215 ss.
- CALLEGARI M., *Note in tema di condizione e revoca del recesso*, in *Giur. it.*, 12/2007, p. 2775 ss.
- CAMPOBASSO G.F., *La costituzione della società per azioni*, in *Società*, 2-bis/2003, p. 283 ss.
- CAPIZZI A.-AGSTNER P.-GIUDICI P., *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 227 ss.
- CAPPIELLO S., *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 5-8/2001, p. 243 ss.
- CAPPIELLO S., *Recesso ad nutum e recesso per "giusta causa" nelle s.p.a. e nella s.r.l.*, in *Riv. dir. comm.*, 4-6/2004, p. 497 ss.
- CARATTOZZOLO M., *Criteri di valutazione di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a.*, parte II, in *Società*, 11/2005, p. 1340 ss.
- CARIDI V., *Recesso "libero" del socio e durata della società*, in *Riv. dir. comm.*, 4/2019, p. 603 ss.
- CARMIGNANI S., *Art. 2437*, in M. SANDULLI E V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, t. II, Giappichelli, Torino, 2003, p. 878 ss.
- CARMIGNANI S., *Art. 2437-bis*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, t. II, Giappichelli, Torino, 2003, p.884 ss.
- CARMIGNANI S., *Art. 2437-ter*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, t. II, Giappichelli, Torino, 2003, p. 890 ss.
- CARMIGNANI S., *Art. 2437-quater*, in M. SANDULLI-V. SANTORO (a cura di), *La riforma delle società*, t. II, Giappichelli, Torino, 2003, p. 894 ss.
- CARNEY W.J., *Fundamental Corporate Changes, Minority Shareholders, and Business Purposes*, 1980 *Am. B. Found. Res. J.* 69 (1980).
- CARNEY W.J.-SHARFMAN K., *The Death of Appraisal Arbitrage: Ending Windfalls for Deal Dissenters*, 43 *Del. J. Corp. L.* 61 (2018).
- CARNEY W.J.-SHARFMAN K., *The Exit Theory of Judicial Appraisal*, 28 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 1 (2023).
- CERA M., *La disciplina del recesso da società di capitali tra pluralità di fattispecie ed interessi divergenti*, in M. CERA-P.F. MONDINI-G. PRESTI (a cura di), *La riforma del diritto societario nella «giurisprudenza delle imprese»*, Atti del convegno di Milano, 26 novembre 2015, Giuffrè, Milano, 2017, p. 171 ss.
- CHIRILLI M., *Diritto di recesso e rimborso delle azioni nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 1/2005, II, p. 146 ss.
- CIAN M., *La liquidazione della quota del socio recedente al valore nominale (in margine ad una clausola statutaria in deroga ai criteri legali di valutazione delle azioni)*, in *Riv. dir. soc.*, 2/2010, p. 301 ss.
- CIOCCA N., *Il recesso del socio dalla società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 1-3/2008, p. 165 ss.
- CLARK R.C., *Corporate Law*, Little, Brown and Co., Boston-Toronto, 1986.
- CLARK R.C., *Vote Buying and Corporate Law*, 29 *Case W. Res. L. Rev.* 776 (1979).
- COFFEE JR. J.C., *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*, 91 *Colum. L. Rev.* 1277 (1991).

- COFFEE JR. J.C., *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role*, 89 *Colum. L. Rev.* 1618 (1989).
- CONSOB, *Rapporto sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 2023, reperibile su: <https://www.consob.it/documents/11973/545079/rcg2023.pdf/a0a36447-9dba-8a5d-c79a-d0499fdffbd8>.
- COSTI R., *Il mercato mobiliare*, XIII ed. a cura di S. Gilotta, Giappichelli, Torino, 2023.
- COTTINO G., *Diritto societario*, Cedam, Padova, 2011.
- COTTINO G., *Introduzione al Trattato. Il diritto commerciale tra antichità, medioevo e tempo presente: una riflessione critica*, in G. BONFANTE-G. COTTINO, *L'imprenditore*, Cedam, Padova, 2001.
- D'ALESSANDRO F., «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri-)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*», in *Riv. soc.*, 1/2003, p. 34 ss.
- D'ALESSANDRO F., *La Seconda direttiva e la parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1/1987, p. 1 ss.
- D'ALESSANDRO F., *Società per azioni: le linee generali della riforma*, in AA.VV., *La riforma del diritto societario*, Atti del convegno di Courmayeur, 27-28 settembre 2002, Giuffrè, Milano, 2003, p. 31 s.
- DACCÒ A., «*Diritti particolari*» e recesso dalla s.r.l., Giuffrè, Milano, 2013.
- DACCÒ A., *Il recesso nelle società con azioni quotate tra esigenze dei mercati finanziari ed esigenze dell'attività imprenditoriale*, in AA.VV., *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, vol. 2, Utet, Torino, 2014, p. 1355 ss.
- DALMASSO A., *Alberto Dalmasso, Ceo di Satispay: «In Italia è facile creare startup. Il problema sono i cavilli»*, in *Corriere della Sera*, 29 aprile 2022.
- DAVIES P. L.-WORTHINGTON S., *Gower's principles of modern company law*, X ed., Sweet&Maxwell, Londra, 2016.
- DE ANGELIS L., *Sui criteri di valutazione delle azioni del socio recedente*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 4/1977, p. 1521 ss.
- DE CONDORCET N., *Essai sur l'application de l'analyse à la probabilité des décisions rendues à la pluralité des voix*, Parigi, 1785 (ried. Cambridge Univ. Press 2014).
- DELLA TOMMASINA L., *La nozione di società contratta a tempo indeterminato: il regime del disinvestimento tra società di capitali e società di persone*, in *Riv. soc.*, 1/2020, p. 102 ss.
- DELLI PRISCOLI L., *Art. 2473*, in P. BENAZZO-S. PATRIARCA (diretto da), *Codice commentato delle s.r.l.*, Utet, Torino, 2006, p. 275 ss.
- DELLI PRISCOLI L., *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005.
- DEMURIO I., *Il recesso*, in F. FARINA et al. (a cura di), *La nuova s.r.l.: prime letture e proposte interpretative*, Giuffrè, Milano 2004, p. 165 ss.
- DE NOVA G., *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2/2004, p. 329 ss.
- DENOZZA F., *Rules vs. standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni «virtuali»*, in *Giur. comm.*, 3/2000, I, p. 327 ss.
- DENTAMARO A., *Il diritto dell'azionista al disinvestimento*, in N. ABRIANI-T. ONESTI (a cura di), *La riforma delle società di capitali: aziendalisti e giuristi a confronto*, Atti del convegno di Foggia, 12 e 13 giugno 2003, Giuffrè, Milano, 2004.

- DI CATALDO V., *Il recesso del socio di società per azioni*, in P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. III, Utet, Torino, 2007, p. 219 ss.
- DI CATALDO V., *Il recesso del socio di società di capitali. È legittima una clausola statutaria di recesso per giusta causa?*, in *Giur. comm.*, 4/2015, p. 605 ss.
- DI CATALDO V., *Tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni, Giappichelli*, Torino, 2018, p. 67 ss.
- DONADIO G., *Il recesso del socio per modifiche statutarie*, Giuffrè, Milano, 1940.
- DYCK A.-ZINGALES L., *Private Benefits of Control: An International Comparison*, 59 *J. Fin.* 537 (2004).
- EASTERBROOK F.H.-FISCHEL D.R., *Corporate control transactions*, 91 *Yale L. J.* 698 (1981).
- EASTERBROOK F.H.-FISCHEL D.R., *The Corporate Contract*, 89 *Colum. L. Rev.* 1416 (1989).
- EASTERBROOK F.-FISCHEL D., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard Univ. Press, Cambridge-London, 1991.
- EDMANS A., *Blockholders and corporate governance*, *Ann. Rev. Fin. Econ.* 6.1 (2014).
- ENGERT A., *How (not) to administer a liability rule—the German appraisal procedure for corporate restructurings*, 2020, reperibile su <https://ssrn.com/abstract=3723763>.
- EISENBERG M.A., *The structure of the Corporation*, Beard Books, Washington, 2006 (rist., ed. orig. 1976).
- ENRIQUES L., *Audizione dinanzi alle Commissioni Giustizia e Finanze riunite in tema di Riforma del diritto societario*, 27 novembre 2002.
- ENRIQUES L., *Migrazioni societarie in Olanda e voto maggiorato*, in <https://fchub.it/migrazioni-societarie-in-olanda-e-voto-maggiorato/>.
- ENRIQUES L.-SCIOLLA S.-VAUDANO A., *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm.*, 3/2004, I, p. 745 ss.
- FAUCEGLIA G., *Di alcune questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Società*, 6/2019, p. 735 ss.
- FAUCEGLIA G., *Recesso del socio ed aggravio “indiretto” dei diritti di voto*, in *Giur. comm.*, 4/2015, II, p. 867 ss.
- FERRI G., *Le società*, III ed., Utet, Torino, 1987.
- FERRI JR. G., *Investimento e conferimento*, Giuffrè, Milano, 2001.
- FICO D., *Il diritto di recesso del socio nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2024.
- FISCH J., *A Lesson from Startups: Contracting out of Shareholder Appraisal*, 107 *Iowa L. Rev.* 941 (2022).
- FISCH J., *Stealth Governance: Shareholder Agreements and Private Ordering*, 99 *Wash. U. L. Rev.* 913 (2021).
- FISCHEL D., *The Appraisal Remedy in Corporate Law*, 1983 *Am. B. Found. Res. J.* 875 (1983).
- FOLLIERI L., *La proprietà insostenibile: rinuncia alla proprietà immobiliare tra interesse privato e ragioni della collettività*, ESI, Napoli, 2022.

- FORNASARI F., *Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*, in *Giur. comm.*, 5/2022, p. 805 ss.
- FORNASARI F., *Recesso e «diritti di voto» delle azioni o degli azionisti?*, in *Giur. comm.*, 1/2017, II, p. 156 ss.
- FRÈ G., *Società per azioni*, V ed., Zanichelli-Soc. ed. Foro it., Bologna-Roma, 1982.
- FREGONARA E., *Recesso e procedimento per la liquidazione delle azioni e delle quote*, Giuffrè, Milano, 2008.
- FRIGENI C., *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, II ed., Giuffrè, Milano, 2009.
- FRIGENI C., *Spunti interpretativi dalla recente giurisprudenza in tema di recesso nelle società di capitali*, in M. CERA-P.F. MONDINI-G. PRESTI (a cura di), *La riforma del diritto societario nella «giurisprudenza delle imprese»*, Atti del convegno di Milano, 26 novembre 2015, Giuffrè, Milano, 2017, p. 187 ss.
- FRIGENI C., *Il diritto di recesso*, in C. IBBA-G. MARASÀ, *Le società a responsabilità limitata*, vol. I, Giuffrè, Milano, 2020, p. 1049 ss.
- GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, vol. II, *Le obbligazioni e i contratti*, t. I, *Obbligazioni in generale. Contratti in generale*, IV ed., Cedam, Padova, 2004.
- GALGANO F., *Diritto commerciale*, vol. II, *Le società*, XVIII ed., Zanichelli, Bologna, 2013.
- GALGANO F., *La società per azioni*, II ed., Cedam, Padova, 1988.
- GALGANO F., *Lex mercatoria*, il Mulino, Bologna, 2001.
- GALLETTI D., *Art. 2437*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, vol. II, Cedam, Padova, 2005, p. 1472 ss.
- GALLETTI D., *Art. 2437-ter*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, vol. II, Cedam, Padova, 2005, p. 1567 ss.
- GALLETTI D., *Art. 2437-quater*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, vol. II, Cedam, Padova, 2005, p. 1600 ss.
- GALLETTI D., *Art. 2473*, in A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, vol. III, Cedam, Padova, 2005, p. 1902 ss.
- GALLETTI D., *Il recesso nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2000.
- GAMBINO F., *Il dovere di coerenza nell'atto di recesso (note sull'abuso del diritto)*, in *Riv. dir. priv.*, 1/2011, p. 61 ss.
- GANDINI C., *Modificazioni dell'atto costitutivo nelle società di capitali: recesso, aumento di capitale e diritto di opzione*, in *Giur. comm.*, 1988, I, p. 728 ss.
- GATTI M., *Interested Voting*, 48 *BYU L. Rev.* 1619 (2023).
- GATTI M., *Sul recesso del socio da s.r.l. avente durata eccessiva*, in *Giur. comm.*, 4/2017, p. 607 ss.
- GHIDINI M., *Società personali*, Cedam, Padova, 1972.
- GHIONNI CRIVELLI VISCONTI P., *Società a responsabilità limitata a struttura chiusa e intrasferibilità delle quote*, II ed., Giappichelli, Torino, 2011.
- GILOTTA S., *Diritto di recesso che consegue all'inizio dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Giur. comm.*, 3/2014, I, p. 592 ss.
- GILOTTA S., *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Giuffrè, Milano, 2022.

- GILOTTA S., *Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 355 ss.
- GILSON R.-GORDON J., *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 *Colum. L. Rev.* 863 (2013).
- GIUDICI P.-AGSTNER P., *Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)*, 20 *Eur. Bus. Org. L. Rev.* 597 (2019).
- GORDON J.N., *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 *Colum. L. Rev.* 1549 (1989).
- GOSHEN Z., *The Efficiency of Controlling Corporate Self-Dealing: Theory Meets Reality*, 91 *Calif. L. Rev.* 393 (2003).
- GOSHEN Z., *Voting (Insincerely) in Corporate Law*, 2 *Theoretical Inq. L.* 815 (2001).
- GRANELLI C., *Il recesso dalle società lucrative di capitali a dieci anni dalla riforma*, in *Giur. comm.*, 5/2013, I, p. 862 ss.
- GRIPPO G., *Il recesso del socio*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 6\*, Utet, Torino, 1993, p. 133 ss.
- GUARAGNELLA P., *Diritto di disinvestimento: un'analisi comparatistica tra diritto di recesso e appraisal right statunitense*, in *Riv. dir. soc.*, 4/2013, p. 766 ss.
- GUIZZARDI S., *Il recesso del socio*, in M. BIONE-R. GUIDOTTI-E. PEDERZINI (a cura di), *La nuova società a responsabilità limitata*, Cedam, Padova, 2012, p. 205 ss.
- HANSMANN H.-KRAAKMAN R., *The Essential Role of Organizational Law*, 110 *Yale L. J.* 387 (2000).
- HANSMANN H.-KRAAKMAN R.-SQUIRE R., *Law and the Rise of the Firm*, 119 *Harv. L. Rev.* 1335 (2006).
- HECKSCHER E.F., *Mercantilism*, vol. I (II ed. rivista), Bradford & Dickens, Londra, 1955.
- HETHERINGTON J.A.C.-DOOLEY M.P., *Liquidity and Exploitation: A Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem*, 63 *Va. L. Rev.* 1 (1977).
- HIRSCHMAN A.O., *Exit, voice and loyalty: responses to decline in firms, organizations and states*, Harvard University Press, Cambridge-London, 1970.
- IBBA C., *I limiti dell'autonomia statutaria (note preliminari)*, in F. FARINA et al. (a cura di), *La nuova s.r.l.: prime letture e proposte interpretative*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 43 ss.
- IOVENITTI P.M., *Il nuovo diritto di recesso: aspetti valutativi*, in *Riv. soc.*, 2-3/2005, p. 459 ss.
- JANIS I.L., *Victims of Groupthink. A Psychological Study of Foreign-Policy Decisions and Fiascoes*, Houghton Mifflin, Boston, 1972.
- JENSEN M. C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in 76 *Am. Econ. Rev.* 323 (1986).
- JENSEN M.-MECKLING W., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 *J. Fin. Econ.* 305 (1976).
- JIANG W.-LI T.-THOMAS R., *The Long Rise and Quick Fall of Appraisal Arbitrage*, 100 *B.U. L. Rev.* 2133 (2020).
- KANDA H.-LEVMORE S., *The Appraisal Remedy and the Goals of Corporate Law*, 32 *Ucla L. Rev.* 429 (1985).

- KLAUSNER M.-LITVAK K., *What Economists Have Taught Us About Venture Capital Contracting*, in M.J. WHINCOP (ed.), *Bridging the Entrepreneurial Financing Gap*, Routledge, London, 2001, p. 54 ss.
- KOEPLIN J.-SARIN A.-SHAPIRO A.C., *The private company discount*, 12 *J. Appl. Corp. Fin.* 94 (2000).
- KOH A.K., *Shareholder withdrawal in close corporations: an Anglo-German comparative analysis*, in 22 *J. Corp. L. Stud.* 197 (2022).
- LAMANDINI M., *Perpetual Notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5/1991, p. 606 ss.
- LANGEVOORT D.C., *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, 95 *Va. L. Rev.* 1025 (2009).
- LIBONATI B., *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 1/2001, p. 86 ss.
- LIMATOLA C., *Valutazione delle azioni oggetto di opzione di vendita ed operatività degli sconti di minoranza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 5/2023, II, p. 758 ss.
- LUND D.S., *The Case against Passive Shareholder Voting*, 43 *J. Corp. L.* 493 (2018).
- LUONI S.-CAVANNA M., *Spunti in tema di abuso di maggioranza, recesso e aumento di capitale nelle s.r.l.*, in *Giur. it.*, 5/2019, p. 1136 ss.
- MACEY J.-MITTS J., *Asking the Right Question: The Statutory Right of Appraisal and Efficient Markets*, 74 *Bus. Law.* 1015 (2019).
- MALTESE D., *La (presunta) inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione sociale per le ipotesi convenzionali di recesso*, in *Giur. comm.*, 6/2022, I, p. 1064 ss.
- MALTONI M., *Il recesso e l'esclusione nella nuova società a responsabilità limitata*, in *Notar.*, 3/2003, p. 307 ss.
- MANNING B., *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, 72 *Yale L. J.* 223 (1962).
- MARASÀ G., *Commento agli artt. 2437 ss.*, in F. D'ALESSANDRO (diretto da), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, vol. II, t. 2, Piccin, Padova, 2011, p. 775 ss.
- MARASÀ G., *Prime note sulle modifiche dell'atto costitutivo della s.p.a. nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2/2003, I, p. 135 ss.
- MARGOLIN B.A.-KURSH S.J., *The Economics of Delaware Fair Value*, 30 *Del. J. Corp. L.* 413 (2005).
- MASSELLA DUCCI TERI B., *Sul recedente dalla società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2/2016, p. 191 ss.
- MASTURZI S., *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in C. MONTAGNANI (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Atti del convegno di Cassino, 9 ottobre 2003, Giuffrè, Milano, 2004, p. 125 ss.
- MATTHEWS G., *The "Market Exception" in Appraisal Statutes*, in *Harv. L. Sch. Forum on Corp. Gov.*, 30 marzo 2020.
- MAUGERI M., *Contratto, mercato e determinazione del valore delle azioni nel recesso da società quotata*, in *Oss. dir. civ. comm.*, 1/2015, p. 111 ss.
- MAUGERI M.-FLEISCHER H., *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 1/2013, p. 78 ss.

- MENZIONI L., *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 434 ss.
- MIGNOLI A., *Idee e problemi nell'evoluzione della «company» inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 633 ss.
- MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 725 ss.
- MONTALENTI P., *Tutela delle minoranze e sistema dei controlli*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Giappichelli, Torino, 2018, p. 51 ss.
- MORANO A., *Analisi delle clausole statutarie in tema di recesso alla luce della riforma della disciplina delle società di capitali*, in *Riv. not.*, 2/2003, p. 303 ss.
- NIGRO A., *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, in *Riv. soc.*, 4/2004, p. 881 ss.
- NIGRO C.A.-ENRIQUES L., *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in *AGE*, 1-2/2021, p. 149 ss.
- NIGRO C.A.-MALTESE D., *Private equity, fusioni e rinuncia all'appraisal right: note su un caso statunitense con cenni all'esperienza italiana*, in *Riv. dir. soc.*, 3/2022, p. 636 ss.
- NIGRO C.A.-STAHL J.R., *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*, 22 *Eur. Bus. Org. L. Rev.* 39 (2021).
- OFFICER M. S., *The price of corporate liquidity: Acquisition discounts for unlisted targets*, 83 *J. Fin. Econ.* 571 (2007).
- OPPO G., *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 5/2003, p. 471 ss.
- PACCHI PESUCCI S., *Autotutela dell'azionista e interesse dell'organizzazione*, Giuffrè, Milano, 1993.
- PACIELLO A., *Art. 2437*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali: commentario*, vol. II, Jovene, Napoli, 2004, p. 1105 ss.
- PACIELLO A., *Art. 2437-bis*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali: commentario*, vol. II, Jovene, Napoli, 2004, p. 1118 ss.
- PACIELLO A., *Art. 2437-ter*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali: commentario*, vol. II, Jovene, Napoli, 2004, p. 1125 ss.
- PACIELLO A., *Art. 2437-quater*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali: commentario*, vol. II, Jovene, Napoli, 2004, p. 1134 ss.
- PACIELLO A., *Il diritto di recesso nella s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. dir. comm.*, 4-6/2004, p. 417 ss.
- PACIELLO A., *Recesso da s.p.a., premio di maggioranza e sconto di minoranza*, in *Riv. dir. comm.*, 3/2013, p. 365 ss.
- PALMITER A.R., *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose*, 23 *Cardozo L. Rev.* 1419 (2002).
- PASQUARIELLO C., *Liquidazione della quota al socio recedente: criteri di liquidazione di mercato e proporzionali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6/2017, p. 770 ss.
- PASSADOR L., *Hic non sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*, in *Giur. comm.*, 2/2019, p. 662 ss.

- PEDERSOLI E., *Le modifiche con effetti “attuali” e “potenziali” ai fini del diritto di recesso ex art. 2437, comma 1, lett. g), c.c.*, in *Giur. comm.*, 3/2019, I, p. 540 ss.
- PELLIZZI G.L., *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, p. 113 ss.
- PERRINO M., *Il recesso del socio ed il suo “momento”*, in *Riv. dir. comm.*, 2/2014, p. 235 ss.
- PISCITELLO P., *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nelle s.p.a.*, Giappichelli, Torino, 2018.
- PISCITELLO P., *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2-3/2005, p. 518 ss.
- PORTALE G.B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in G.E. COLOMBO-G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. 1\*\*, Utet, Torino, 2004, p. 3 ss.
- PORTALE G.B., *Riforma delle società di capitali e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Corr. giur.*, 2003, p. 145 ss.
- PREITE D., *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 2-3/1988, p. 361 ss.
- PRESTI G., *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1/1982, p. 100 ss.
- REBOA M., *Criteri di stima delle azioni in caso di recesso del socio: alcune riflessioni sull'art. 2437-ter c.c.*, in *Riv. dott. comm.*, 5/2008, p. 907 ss.
- REVIGLIONE P., *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Giuffrè, Milano, 2008.
- ROCCO DI TORREPADULA L., *Il diritto di recesso del socio nelle operazioni straordinarie di società in concordato preventivo: il nuovo art. 116, comma quinto, c.c.i.i.*, in *Riv. dir. comm.*, 2/2023, p. 227 ss.
- ROCK E., DAVIES P., KANDA H., KRAAKMAN R., RINGE W.-G., *Fundamental Changes*, in KRAAKMAN *et al.* (a cura di), *The Anatomy of Corporate Law*, III ed., OUP, Oxford, 2017, p. 171 ss.
- ROCK E.-WACHTER M.L., *Waiting for the Omelette to Set: Match-Specific Assets and Minority Oppression*, in R. MORCK (ed.), *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press, Chicago, 2000, p. 201 ss.
- ROE M.J., *The Institutions of Corporate Governance*, in C. MÉNARD-M.M. SHIRLEY (eds.), *Handbook of New Institutional Economics*, Springer, Berlin-Heidelberg, 2008, p. 371 ss.
- ROLL R., *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers*, in 59 *J. bus.* 197 (1986).
- ROSSI G.-STABILINI A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1/2003, p. 1 ss.
- ROSSI M., *Sulla valutazione delle azioni in caso di recesso*, in *Corr. giur.*, 11/2013, p. 1404 ss.
- SACCHI R., *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in *Riv. dir. civ.*, 1/2004, p. 69 ss.
- SACCHI R., *La tutela delle minoranze tra tutela indennitaria e rimedi demolitori*, in F. BARACHINI (a cura di), *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, Giappichelli, Torino, 2018, p. 23 ss.
- SACCHI R., *Tutela reale e tutela obbligatoria della minoranza*, in P. ABBADESSA-G.B.

- PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, vol. 2, Utet, Torino, 2006, p. 133 ss.
- SACCO R.-DE NOVA G., *Il contratto*, t. II, III ed., Utet, Torino, 2004.
- SALVATORE L., *Il «nuovo» diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2/2003, p. 629 ss.
- SCARANO N., *La rinuncia abdicativa al diritto di proprietà (esclusiva) sui beni immobili: osservazioni sui più recenti orientamenti e prospettive comparate*, in *Contr. impr.*, 3/2021, p. 959 ss.
- SCHOUTEN M.C., *The Mechanisms of Voting Efficiency*, 2010 *Colum. Bus. L. Rev.* 763 (2010).
- SCIALOJA A., *Validità della rinuncia al diritto di recesso*, in A. SCIALOJA, *Saggi di vario diritto*, vol. II, Soc. ed. Foro it., Roma, 1928, p. 405 ss.
- SCIALOJA A., *La lunga storia di una breve legge*, in A. SCIALOJA, *Saggi di vario diritto*, vol. II, Soc. ed. Foro it., Roma, 1928, p. 437 ss.
- SELIGMAN J., *Reappraising the Appraisal Remedy*, 52 *Geo. Wash. L. Rev.* 829 (1984).
- SEMINARA L., *Recesso e diritto al disinvestimento nella fusione e nella scissione di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 5-6/2017, p. 1027 ss.
- SERETAKIS A., *Appraisal Rights in the US and the EU*, in T. PAPADOPOULOS (a cura di), *Cross-Border Mergers. EU Perspectives and National Experiences*, Springer, Cham, 2019, p. 65 ss.
- SIEGEL M., *An Appraisal of the Model Business Corporation Act's Appraisal Rights Provisions*, 74 *Law & Contemp. Probs.* 231 (2011).
- SIEGEL M., *Back to the Future: Appraisal Rights in the Twenty-First Century*, 32 *Harv. J. on Legis.* 79 (1995).
- SPADA P., *Relazione di sintesi*, in C. MONTAGNANI (a cura di), *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 265 ss.
- SPERANZIN M., *Criteri di liquidazione della partecipazione nel caso di recesso da s.r.l. e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. civ.*, 3/2016, p. 878 ss.
- SPERANZIN M., *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Giappichelli, Torino, 2012.
- STELLA RICHTER JR. M., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 4-6/2004, p. 389 ss.
- STELLA RICHTER JR. M., *Il tempo nei contratti sociali e parasociali*, in *Riv. dir. civ.*, 5/2000, p. 663 ss.
- STELLA RICHTER JR. M., *Le società a tempo indeterminato*, in *Giur. comm.*, 6/2023, I, p. 913 ss.
- STELLA RICHTER JR. M.-PONTECORVI A., *Recesso ed esclusione dalle società di capitali*, ESI, Napoli, 2022.
- STRAMPELLI G., *Are passive index funds active owners: Corporate governance consequences of passive investing*, 55 *San Diego L. Rev.* 803 (2018).
- TANTINI G., *Le modificazioni dell'atto costitutivo nella società per azioni*, Cedam, Padova, 1973.
- TANZI M., *Art. 2473*, in G. NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali: commentario*, Jovene, Napoli, 2004, p. 1529 ss.

- THOMPSON R.B., *Exit, Liquidity, and Majority Rule: Appraisal's Role in Corporate Law*, 84 *Geo. L.J.* 1 (1995).
- THOMPSON R.B.-EDELMAN P.H., *Corporate Voting*, 62 *Vand. L. Rev.* 127 (2009).
- TOFFOLETTO A., *Diritto di recesso ed efficienza del sistema*, in *Società*, 3/2023, p. 289 ss.
- TOFFOLETTO A., *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 4-6/2004, p. 347 ss.
- TOFFOLETTO A., *La valutazione di azioni e quote in caso di recesso: note a margine del contributo di Mauro Bini*, in *Società*, 11/2014, p. 24 ss.
- TRIMARCHI G.A.M., *Autonomia privata e recesso dalle società di capitali. Seconda parte*, in *Notariato*, 3/2017, p. 240 ss.
- VELLA F., *Audizione dinanzi alle Commissioni riunite Giustizia e Finanze sullo schema di decreto recante «Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366»*, Camera dei Deputati, 26 novembre 2002.
- VENTORUZZO M., *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2-3/2005, p. 309 ss.
- VENTORUZZO M., *Recesso da società a responsabilità limitata e valutazione della partecipazione del socio recedente*, in *N. giur. civ. comm.*, 6/2005, II, p. 434 ss.
- VENTORUZZO M., *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2012.
- VIGHI A., *I diritti individuali degli azionisti*, L. Battei, Parma, 1902.
- VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, vol. II, *Le società commerciali*, Vallardi, Milano, 1929.
- WERTHEIMER B.M., *The Purpose of the Shareholders' Appraisal Remedy*, 65 *Tenn. L. Rev.* 661 (1998).
- ZANARONE G., *Società a responsabilità limitata*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. VIII, Cedam, Padova, 1985, p. 19 ss.
- ZANARONE G., *Della società a responsabilità limitata*, t. I, Giuffrè, Milano, 2010.





Finito di stampare nel mese di ottobre 2024  
nella Stampatre s.r.l. di Torino  
Via Bologna, 220





