

LE FONTI DEL DIRITTO ITALIANO

I testi fondamentali commentati con la dottrina
e annotati con la giurisprudenza

LE SOCIETÀ PER AZIONI

Codice civile e norme complementari

Diretto da

Pietro Abbadessa – Giuseppe B. Portale

Tomo II



GIUFFRÈ EDITORE

ISBN 9788814170447

© Copyright Dott. A. Giuffrè Editore, S.p.A. Milano - 2016

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione elettronica, sono riservati per tutti i Paesi.

L'Editore declina ogni responsabilità per eventuali refusi o inesattezze presenti nel volume pur curato con la massima diligenza e attenzione.

Tipografia «MORI & C. S.p.A.» - 21100 VARESE - Via F. Guicciardini 66

© Giuffrè Francis Lefebvre – Copia riservata all'autore

INDICE GENERALE

	<i>pag.</i>
Elenco degli Autori	XI
Notizie sugli Autori	XV
Prefazione	XIX
Elenco delle abbreviazioni	XXI

TOMO I

Parte introduttiva

I. La società per azioni: introduzione storica	3
II. Il modello dualistico di amministrazione e controllo. Profili storico-comparatistici.....	47
III. Profili di diritto internazionale privato ed europeo delle società	67

Codice civile

TITOLO V - DELLE SOCIETÀ (LIBRO V DEL LAVORO)	119
CAPO V - SOCIETÀ PER AZIONI.....	119
Sezione I. <i>Disposizioni generali</i> - Artt. 2325-2332	119
Sezione II. <i>Della costituzione per pubblica sottoscrizione</i> - Artt. 2333-2336	282
Sezione III. <i>Dei promotori e dei soci fondatori</i> - Artt. 2337-2341	295
Sezione III bis. <i>Dei patti parasociali</i> - Artt. 2341 bis-2341 ter.....	321
Sezione IV. <i>Dei conferimenti</i> - Artt. 2342-2345.....	344
Sezione V. <i>Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi</i>	462
Artt. 2346-2355 bis.....	462
Clausole di trascinarsi e accodamento (<i>drag- e tag-along</i>)	683
Artt. 2356-2362	697
Sezione VI. <i>Dell'assemblea</i> - Artt. 2363-2379 ter	833
Sezione VI bis. <i>Dell'amministrazione e del controllo</i>	1156

§ 1. Disposizioni generali - Art. 2380	1156
§ 2. Degli amministratori - Artt. 2380 <i>bis</i> -2396	1167
§ 3. Del collegio sindacale - Artt. 2397-2409	1485
§ 4. Della revisione legale dei conti	1756
Artt. 2409 <i>bis</i> -2409 <i>septies</i>	1756
D.lg. 27 gennaio 2010, n. 39 (artt. 1-20)	1782
§ 5. Del sistema dualistico - Artt. 2409 <i>octies</i> -2409 <i>quinquiesdecies</i>	1850
§ 6. Del sistema monistico - Artt. 2409 <i>sexiesdecies</i> -2409 <i>noviesdecies</i>	1960
Sezione VII. <i>Delle obbligazioni</i> - Artt. 2410-2420 <i>ter</i>	1994
Sezione VIII. <i>Dei libri sociali</i> - Artt. 2421-2422	2136
Sezione IX. <i>Del bilancio</i>	2166
Artt. 2423-2435- <i>ter</i>	2166
Il bilancio consolidato	2452

TOMO II

Sezione X. <i>Delle modificazioni dello statuto</i> - Artt. 2436-2447	2479
Sezione XI. <i>Dei patrimoni destinati ad uno specifico affare</i> - Artt. 2447 <i>bis</i> -2447 <i>decies</i>	2744
Sezione XII. Art. 2448 <i>Effetti della pubblicazione nel registro delle imprese</i>	2823
Sezione XIII. <i>Delle società con partecipazione dello Stato o di enti pubblici</i> - Artt. 2449-[2450].	2830
Sezione XIV. <i>Delle società di interesse nazionale</i> - Art. 2451	2852
CAPO VIII - SCIOGLIMENTO E LIQUIDAZIONE DELLE SOCIETÀ DI CAPITALI	2856
Artt. 2484-2496	2856
CAPO IX - DIREZIONE E COORDINAMENTO DI SOCIETÀ	3008
Artt. 2497-2497 <i>septies</i>	3008
CAPO X - DELLA TRASFORMAZIONE, DELLA FUSIONE E DELLA SCISSIONE	3145
Sezione I. <i>Della trasformazione</i> - Artt. 2498-2500 <i>novies</i>	3145
Sezione II. <i>Della fusione delle società</i>	3284
Artt. 2501-2505 <i>quater</i>	3284
Le fusioni transfrontaliere (Direttiva 2005/56/CE; D.lg. 30 maggio 2008, n. 108)	3398
Sezione III. <i>Della scissione delle società</i> - Artt. 2506-2506 <i>quater</i>	3434
TITOLO XI - DISPOSIZIONI PENALI IN MATERIA DI SOCIETÀ E DI CONSORZI	3499

CAPO I - DELLE FALSITÀ	3499
Artt. 2621-2625	3499
CAPO II - DEGLI ILLECITI COMMESSI DAGLI AMMINISTRATORI	3546
Artt. 2626-2629	3546
CAPO III - DEGLI ILLECITI COMMESSI MEDIANTE OMISSIONE	3574
Artt. 2629 <i>bis</i> -2631	3574
CAPO IV - DEGLI ALTRI ILLECITI, DELLE CIRCOSTANZE ATTENUANTI E DELLE MISURE DI SICUREZZA PATRIMONIALI	3588
Artt. 2632-2642	3588
 Testo unico della finanza (D.lg. 24 febbraio 1998, n. 58)	
TITOLO II - GESTIONE ACCENTRATA DI STRUMENTI FINANZIARI	3715
CAPO II - DISCIPLINA DELLA GESTIONE ACCENTRATA	3715
Sezione I. <i>Gestione accentrata in regime di dematerializzazione</i>	3715
Artt. 83 <i>bis</i> -89	3715
TITOLO III - EMITTENTI	3795
CAPO I - INFORMAZIONE SOCIETARIA	3795
Art. 114 <i>bis</i>	3795
CAPO II - DISCIPLINA DELLE SOCIETÀ CON AZIONI QUOTATE	3812
Sezione I. <i>Assetti proprietari</i>	3812
Artt. 120-123	3812
Art. 123 <i>ter</i>	3871
Sezione II. <i>Diritti dei soci</i>	3885
Artt. 125 <i>bis</i> -127 <i>sexies</i>	3885
Art. 130	3995
Art. 132	4010
Sezione II <i>ter</i> . <i>Deleghe di voto</i>	4029
Artt. 135 <i>novies</i> -135 <i>undecies</i>	4029
Sezione III. <i>Sollecitazione di deleghe</i>	4054
Artt. 136-138	4054
Artt. 141-144	4097
Sezione IV. <i>Azioni di risparmio ed altre categorie di azioni</i>	4139

Artt. 145-147 <i>bis</i>	4139
Sezione IV <i>bis</i> . <i>Organi di amministrazione</i>	4190
Artt. 147 <i>ter</i> -147 <i>quinqies</i>	4190
Sezione V. <i>Organi di controllo</i>	4223
Artt. 148-154	4223
Sezione V <i>bis</i> . <i>Informazione finanziaria</i>	4351
Artt. 154 <i>bis</i> -154 <i>quater</i>	4351
Indice analitico.....	4381
Indice sistematico.....	4437

Direttori

Pietro ABBADESSA e Giuseppe B. PORTALE

Curatori

Mario CAMPOBASSO
Vincenzo CARIELLO
Umberto TOMBARI

Autori

Pietro ABBADESSA	(art. 2384 c.c.)
Giuseppe ACERBI	(La società per azioni: introduzione storica)
Amal ABU AWWAD	(artt. 2356, 2364 <i>bis</i> , 2376 c.c.; art. 145 T.u.f.)
Davide ARCIDIACONO	(artt. 2383, 2385, 2387, 2408 c.c.)
Francesco BARACHINI	(art. 2381 c.c.)
Eugenio BARCELLONA	(artt. 2351 co. 4, 2409 <i>septies</i> c.c.; artt. 127 <i>quinquies</i> , 127 <i>sexies</i> T.u.f.)
Andrea BARTALENA	(art. 2438 c.c.)
Matteo BAZZANI	(art. 2403 <i>bis</i> c.c.; artt. 148 <i>bis</i> , 151, 154 co. 1 T.u.f.)
Pierdaniilo BELTRAMI	(artt. 2331, 2500 <i>ter</i> -2500 <i>quinquies</i> , 2500 <i>novies</i> c.c.)
Paolo BENAZZO	(art. 2345 c.c.)
Massimo V. BENEDETTELLI	(Profili di diritto internazionale privato ed europeo delle società)
Francesco BORDIGA	(artt. 2409 <i>octies</i> , 2409 <i>novies</i> , 2409 <i>undecies</i> -2409 <i>quinquiesdecies</i> c.c.; artt. 147 <i>quater</i> , 147 <i>quinquies</i> , 149 co. 4 <i>bis</i> , 151 <i>bis</i> , 154 co. 4 T.u.f.)
Federico BRIOLINI	(artt. 2352, 2354, 2392-2393 <i>bis</i> c.c.)
Grazia Monia BUTA	(artt. 2394, 2394 <i>bis</i> , 2409 <i>bis</i> c.c.; artt. 1-8, 15, 20 d.lg. n. 39/2010)
Lucia CALVOSA	(art. 2437 <i>sexies</i> c.c.)
Mario CAMPOBASSO	(artt. 2344, 2409 <i>decies</i> c.c.)
Matteo Pasquale CAPUTO	(artt. 2625, 2630, 2631, 2636, 2638 c.c.)
Vincenzo CARIELLO	(art. 2497 <i>bis</i> c.c.)
Claudio CARUSO	(artt. 2375, 2448, 2500 <i>sexies</i> , 2500 <i>septies</i> c.c.)

Francesco CENTONZE	(artt. 2629 <i>bis</i> , 2634, 2635, 2639 c.c.)
Michele CENTONZE	(artt. 2371, 2484-2486 c.c.)
Antonio CETRA	(art. 2361 c.c.)
Marco CIAN	(art. 2355 c.c.; artt. 83 <i>bis</i> -83 <i>quater</i> , 83 <i>novies</i> , 83 <i>decies</i> T.u.f.)
Paolo CUOMO	(artt. 2397-2401 c.c.; art. 148 T.u.f.)
Alessandra DACCÒ	(artt. 2437 <i>quater</i> , 2437 <i>quinquies</i> c.c.; art. 127 <i>bis</i> co. 2 T.u.f.)
Francesco D'ALESSANDRO	(artt. 2626-2629, 2632, 2633, 2637 c.c.)
Nicola DE LUCA	[Clausole di trascinamento e accodamento (<i>drag- e tag-along</i>); artt. 2357 <i>ter</i> , 2363, 2366-2369 c.c.; artt. 125 <i>bis</i> -125 <i>quater</i> , 126 T.u.f.]
Antonio DELL'OSSO	(art. 2389 c.c.)
Ivan DEMURO	(artt. 2449, 2451 c.c.)
Claudia DESOGUS	(Le fusioni transfrontaliere)
Vincenzo DE STASIO	(artt. 2342, 2343 <i>bis</i> c.c.)
Maria Consiglia DI MARTINO	(artt. 2416-2420 c.c.)
Aldo A. DOLMETTA	(artt. 2333-2336, 2337-2341, 2396 c.c.)
Tomaso E. EPIDENDIO	(artt. 2640, 2641 c.c.)
Philipp FABBIO	(art. 2326 c.c.)
Manuel FERRANTE	[Clausole di trascinamento e accodamento (<i>drag- e tag-along</i>)]
Giuseppe FERRI <i>jr</i>	(art. 2343 <i>ter</i> c.c.)
Claudio FRIGENI	(artt. 2487, 2487 <i>bis</i> c.c.)
Matteo GARGANTINI	(artt. 2372 co. 6 e 8 c.c.; artt. 120, 121, 136-138, 143, 144 T.u.f.)
Anna GENOVESE	(artt. 2504-2504 <i>quater</i> , 2505-2505 <i>quater</i> c.c.)
Paolo GHIONNI CRIVELLI VISCONTI	(artt. 2355 <i>bis</i> , 2437 <i>bis</i> c.c.)
Gianvito GIANNELLI	(artt. 2389, 2409 c.c.; artt. 114 <i>bis</i> , 123 <i>ter</i> , 152 T.u.f.)
Enrico GINEVRA	(artt. 2441, 2444 c.c.)
Paolo GIUDICI	(artt. 9-14, 16-19 d.lg. n. 39/2010)
Fabrizio GUERRERA	(artt. 2498, 2499, 2500 <i>bis</i> c.c.)
Carlo M. IBBA	(artt. 2365, 2449, 2451 c.c.)
Gabriella IERMANO	(art. 2439 c.c.)
Ilaria KUTUFÀ	(art. 2365 c.c.)
Gian Paolo LA SALA	(artt. 2346 co. 1, 2 e 3, 2347, 2349 co. 1, 2379 <i>bis</i> , 2379 <i>ter</i> c.c.)
Marco LAMANDINI	(artt. 2359, 2497 <i>sexies</i> c.c.; Le fusioni transfrontaliere)

Dario LATELLA	(art. 130 T.u.f.)
Raffaele LENER	(artt. 83 <i>quinquies</i> , 83 <i>sexies</i> , 83 <i>undecies</i> -83 <i>terdecies</i> T.u.f.)
Paola LUCARELLI	(artt. 2357-2357 <i>quater</i> , 2360 c.c.)
Alessandro LUCIANO	(art. 127 <i>quater</i> T.u.f.)
Enrico MACRÌ	(artt. 122, 123 T.u.f.)
Marco MALTONI	(artt. 2500, 2500 <i>octies</i> c.c.)
Filadelfio MANCUSO	(artt. 2409 <i>sexiesdecies</i> -2409 <i>noviesdecies</i> c.c.; artt. 149 co. 4 <i>ter</i> , 151 <i>ter</i> T.u.f.)
Vittorio MANES	(artt. 2621-2622 c.c.)
Pierpaolo MARANO	(artt. 83 <i>septies</i> , 83 <i>octies</i> , 85-89 T.u.f.)
Marco MAUGERI	(artt. 2327, 2497 <i>quinquies</i> c.c.)
Vincenzo MELI	(art. 2373 c.c.)
Ugo MINNECI	(artt. 2338, 2339 c.c.)
Aurelio MIRONE	(art. 151 <i>ter</i> T.u.f.)
Paolo Flavio MONDINI	(artt. 2494-2496 c.c.; artt. 146-147 <i>bis</i> T.u.f.)
Michele MOZZARELLI	(artt. 2380, 2391, 2395 c.c.)
Guido MUCCIARELLI	(art. 2442 c.c.)
Mario NOTARI	(art. 2436 c.c.)
Gabriele NUZZO	(artt. 2342, 2343 c.c.)
Gustavo OLIVIERI	(Il bilancio consolidato)
Gianmaria PALMIERI	(artt. 2332, 2379 c.c.)
Camillo PATRIARCA	(artt. 2377, 2379 c.c.; art. 127 <i>bis</i> T.u.f.)
Sergio PATRIARCA	(artt. 2410-2414 <i>bis</i> c.c.)
Roberto PENNISI	(artt. 2497 <i>ter</i> , 2497 <i>quater</i> c.c.)
Michele PERRINO	(artt. 2341 <i>bis</i> , 2341 <i>ter</i> c.c.)
Lucia PICARDI	(artt. 2402, 2404, 2405 c.c.)
Vincenzo PINTO	(artt. 2364, 2380 <i>bis</i> , 2384 c.c.)
Luca PISANI	(art. 2415 c.c.)
Paolo PISCITELLO	(artt. 2437, 2437 <i>ter</i> c.c.)
Giuseppe B. PORTALE	(Il modello dualistico di amministrazione e controllo. Profili storico-comparatistici)
Manuel B. PORTALE	(artt. 2421, 2422 c.c.)
Chiara PRESCIANI	(art. 2444 c.c.)
Gaetano PRESTI	(art. 2391 <i>bis</i> c.c.)

Matteo RESCIGNO	(art. 2362 c.c.)
Giuseppe A. RESCIO	(art. 2506 c.c.)
Alberto A. ROMANO	(art. 2378 c.c.)
Massimo RUBINO DE RITIS	(art. 2420 <i>bis</i> c.c.)
Luigi SALAMONE	(art. 2372 co. 1, 2, 4, 7 c.c.; artt. 135 <i>novies</i> , 135 <i>decies</i> , ult. co. T.u.f.)
Pierpaolo M. SANFILIPPO	(artt. 2382, 2383, 2385-2387 c.c.)
Renato SANTAGATA	(artt. 2447 <i>bis</i> -2447 <i>decies</i> c.c.)
Alessio D. SCANO	(artt. 2445, 2506 <i>bis</i> -2506 <i>quater</i> c.c.)
Laura SCHIUMA	(art. 2372 co. 3 e 5 c.c.; artt. 135 <i>decies</i> , 135 <i>undecies</i> , 141, 142 T.u.f.)
Antonella SCIARRONE ALIBRANDI	(art. 2396 c.c.)
Maurizio SCIUTO	(artt. 2325, 2325 <i>bis</i> c.c.)
Paolo SFAMENI	(artt. 2403, 2406 c.c.; artt. 149, 153 T.u.f.)
Marco SPERANZIN	(artt. 2343 <i>quater</i> , 2420 <i>ter</i> , 2440, 2443 c.c.)
Piergiuseppe SPOLAORE	(artt. 2353, 2390, 2406 c.c.)
Marco S. SPOLIDORO	(artt. 2353, 2390 c.c.)
Lorenzo STANGHELLINI	(artt. 2446, 2447 c.c.)
Mario STELLA RICHTER <i>jr</i>	(art. 2370 c.c.; art. 147 <i>ter</i> T.u.f.)
Giovanni STRAMPELLI	(art. 2388, 2423-2435 <i>ter</i> , 2442 c.c.; Il bilancio consolidato; artt. 150, 154 <i>bis</i> -154 <i>quater</i> T.u.f.)
Paola TARANTINO	(art. 114 <i>bis</i> T.u.f.)
Claudia TEDESCHI	(art. 2374 c.c.)
Andrea TINA	(art. 2407 c.c.)
Umberto TOMBARI	(artt. 2348, 2350, 2351, 2497 <i>septies</i> c.c.; art. 127 <i>quater</i> T.u.f.)
Andrea TUCCI	(artt. 126 <i>bis</i> , 127, 127 <i>ter</i> T.u.f.)
Silvia TURELLI	(artt. 2487 <i>ter</i> , 2488-2493 c.c.)
Amedeo VALZER	(artt. 2346 co. 4-6, 2349 co. 2, 2497 c.c.)
Silvia VANONI	(artt. 2359 <i>bis</i> -2359 <i>quinquies</i> ; art. 132 T.u.f.)
Andrea VICARI	(artt. 2358, 2501-2503 <i>bis</i> c.c.)
Raffaele VIGGIANI	(artt. 2328-2330 c.c.)

NOTIZIE SUGLI AUTORI

Pietro ABBADESSA

Professore emerito di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Giuseppe ACERBI

Professore a contratto di Storia della società per azioni nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Amal ABU AWWAD

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università eCampus

Davide ARCIDIACONO

Ricercatore nell'Università degli studi di Catania

Francesco BARACHINI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Pisa

Eugenio BARCELLONA

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università degli studi del Piemonte orientale Amedeo Avogadro

Andrea BARTALENA

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Pisa

Matteo BAZZANI

Professore a contratto di Diritto fallimentare nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Pierdanilo BELTRAMI

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università della Calabria

Paolo BENAZZO

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli Studi di Pavia

Massimo BENEDETTELLI

Professore ordinario di Diritto internazionale nell'Università di Bari Aldo Moro

Francesco BORDIGA

Ricercatore di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Bergamo

Federico BRIOLINI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi G. d'Annunzio di Chieti-Pescara

Grazia Monia BUTA

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università degli studi G. d'Annunzio di Chieti-Pescara

Lucia CALVOSA

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Pisa

Mario CAMPOBASSO

Professore ordinario di Diritto commerciale nella Seconda Università degli studi di Napoli

Matteo Pasquale CAPUTO

Ricercatore di Diritto penale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Vincenzo CARIELLO

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Claudio CARUSO

Notaio in Milano

Francesco CENTONZE

Professore ordinario di Diritto penale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Piacenza)

Michele CENTONZE

Professore a contratto di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Antonio CETRA

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Marco CIAN

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Padova

Paolo CUOMO

Professore a contratto di Diritto commerciale nell'Università del Salento

Alessandra DACCÒ

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Milano-Bicocca

Francesco D'ALESSANDRO

Professore ordinario di Diritto penale commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Nicola DE LUCA

Professore associato di Diritto commerciale nella Seconda Università degli studi di Napoli

Antonio DELL'OSSO

Dottore di Ricerca in Diritto commerciale nell'Università degli studi di Catania

Ivan DEMURO

Professore aggregato di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Piacenza)

Vincenzo DE STASIO

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Bergamo

Maria Consiglia DI MARTINO

Dottore di ricerca in Diritto commerciale interno ed internazionale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Aldo A. DOLMETTA

Professore ordinario di Diritto privato nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Tomaso E. EPIDENDIO

Magistrato comandato alla Corte costituzionale

Philipp FABBIO

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Reggio Calabria Mediterranea

Manuel FERRANTE

Dottore di ricerca in Diritto privato nell'Università degli studi del Molise

Giuseppe FERRI jr

Professore ordinario di Diritto fallimentare nell'Università degli studi di Roma Tor Vergata

Claudio FRIGENI

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Piacenza)

Matteo GARGANTINI

Senior Research Fellow, Max Planck Institute Luxembourg for International, European and Regulatory Procedural Law

Anna GENOVESE

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Verona

Paolo GHIONNI CRIVELLI VISCONTI

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università Suor Orsola Benincasa di Napoli

Gianvito GIANNELLI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Bari Aldo Moro

Enrico GINEVRA

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Bergamo

Paolo GIUDICI

Professore ordinario di Diritto commerciale nella Libera Università di Bolzano

Fabrizio GUERRERA

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Messina

Carlo M. IBBA

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Sassari

Gabriella IERMANO

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università di Pisa

Ilaria KUTUFÀ

Ricercatore nell'Università di Pisa

Gian Paolo LA SALA

Professore associato nell'Università degli studi del Molise

Marco LAMANDINI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Bologna

Dario LATELLA

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Messina

Raffaele LENER

Professore ordinario di Diritto dei mercati finanziari nell'Università degli studi di Roma Tor Vergata

Paola LUCARELLI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Firenze

Alessandro LUCIANO

Assegnista di ricerca nell'Università degli studi di Firenze

Enrico MACRÌ

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Messina

Marco MALTONI

Notaio in Forlì

Filadelfio MANCUSO

Ricercatore di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Messina

Vittorio MANES

Professore ordinario di Diritto penale nell'Università di Bologna

Pierpaolo MARANO

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Marco MAUGERI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università Europea di Roma

Vincenzo MELI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Palermo

Ugo MINNECI

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Milano

Aurelio MIRONE

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Catania

Paolo Flavio MONDINI

Professore associato di Diritto dell'Economia nell'Università Cattolica (Piacenza)

Michele MOZZARELLI

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Guido MUCCIARELLI

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università di Milano-Bicocca

Mario NOTARI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università commerciale Luigi Bocconi

Gabriele NUZZO

Ricercatore nell'Università di Pisa

Gustavo OLIVIERI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università LUISS Guido Carli

Gianmaria PALMIERI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi del Molise

Camillo PATRIARCA

Professore associato di Diritto commerciale nella Seconda Università degli studi di Napoli

Sergio PATRIARCA

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi dell'Insubria

Roberto PENNISI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Catania

Michele PERRINO

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Palermo

Lucia PICARDI

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Napoli Federico II

Vincenzo PINTO

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università di Pisa

Luca PISANI

Professore ordinario di Diritto commerciale nella Seconda Università degli studi di Napoli

Paolo PISCITELLO

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università Suor Orsola Benincasa di Napoli

Giuseppe B. PORTALE

Professore emerito di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Manuel B. PORTALE

Dottore di ricerca in Diritto commerciale dell'Università degli studi di Brescia

Chiara PRESCIANI

Dottoranda di ricerca in Diritto commerciale nell'Università di Brescia

Gaetano PRESTI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Matteo RESCIGNO

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Milano

Giuseppe A. RESCIO

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Alberto A. ROMANO

Professore ordinario di Diritto processuale civile nell'Università degli studi di Parma

Massimo RUBINO DE RITIS

Professore ordinario di Diritto commerciale nella Seconda Università degli studi di Napoli

Luigi SALAMONE

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Cassino e del Lazio Meridionale

Pierpaolo SANFILIPPO

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Catania

Renato SANTAGATA

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Napoli Parthenope

Alessio D. SCANO

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Sassari

Laura SCHIUMA

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Perugia

Antonella SCIARRONE ALIBRANDI

Professore ordinario di Diritto bancario e dei mercati finanziari nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Maurizio SCIUTO

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Macerata

Paolo SFAMENI

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università della Valle di Aosta

Marco SPERANZIN

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Padova

Piergiuseppe SPOLAORE

Dottore di ricerca in Diritto commerciale interno e internazionale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Marco S. SPOLIDORO

Professore ordinario di Diritto industriale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Lorenzo STANGHELLINI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Firenze

Mario STELLA RICHTER jr

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Roma Tor Vergata

Giovanni STRAMPELLI

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università commerciale Luigi Bocconi

Paola TARANTINO

Avvocato in Bari

Claudia TEDESCHI

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Foggia

Andrea TINA

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Milano

Umberto TOMBARI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Firenze

Andrea TUCCI

Professore straordinario di Diritto del mercato finanziario nell'Università degli studi di Foggia

Silvia TURELLI

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Firenze

Amedeo VALZER

Professore aggregato di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Piacenza)

Silvia VANONI

Professore associato di Diritto commerciale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore (Milano)

Andrea VICARI

Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università degli studi di Milano

Raffaele VIGGIANI

Ricercatore nell'Università della Calabria

È stato sostenuto che, nel caso di contestazione solo da parte di alcuni soci, la valutazione dell'esperto debba valere solo per coloro che hanno impugnato, sul presupposto che il socio rimasto inerte ha ritenuto preferibile una veloce acquisizione del rimborso (DI CATALDO, 241; PACIELLO [1], 1130; VENTORUZZO [1], 439, nt. 309). Appare preferibile ritenere che la determinazione effettuata dall'esperto nominato dal tribunale riguardi tutti i soci receduti e non solo quelli che hanno proposto formale contestazione, come può desumersi dalla disposizione dell'art. 2437 *quater* co. 2, che obbliga gli amministratori a dar luogo a tale procedimento solo dopo la data in cui sia divenuta definitiva la valutazione al fine di evitare la liquidazione di importi diversi (DACCÒ [1], 1453).

Nonostante il tenore letterale del disposto del sesto comma dell'articolo in commento il **termine di novanta giorni** per il deposito della perizia dovrebbe decorrere non dalla dichiarazione di recesso, ma dal conferimento dell'incarico, al fine di evitare di comprimere i tempi di un'attività che in molti casi può essere complessa; in tal modo, pur forzando il dato letterale, si può coniugare l'esigenza di abbreviare i tempi con la delicatezza del compito dell'esperto (DI CATALDO, 241; PACIELLO [1], 1130). Sotto altro profilo, sembra che il procedimento *ex art.* 2437 *ter* possa essere attivato anche nel caso di **inerzia degli amministratori** ad effettuare la valutazione (CIOCCA, 1541; MARASÀ, 798; ed, in giurisprudenza, Trib. Roma, 13 dicembre 2007, in *Riv. not.*, 2009, II, 1531, con nota di CIOCCA).

È stato sostenuto che non può escludersi la pendenza di un fascio di **procedimenti distinti** aventi ad oggetto la stessa stima, ma con la possibilità di risultati differenti (GALLETTI [2], 1646). Lo svolgimento di più procedimenti appare, tuttavia, non solo foriero di diseconomie, ma porterebbe ad una violazione del principio della parità di trattamento; soluzione preferibile è, pertanto, quella di riunire tutte le contestazioni del valore di liquidazione relative ad una determinata fattispecie legittimante il recesso, in modo che possa svolgersi un unico procedimento.

Il pagamento dell'importo della quota di liquidazione costituisce **debito di valuta** (ANNUNZIATA, 135; NOTARI, 1140; PRESTI, 116 s.); ne consegue che dal momento di efficacia della dichiarazione decorreranno gli interessi legali sulla somma spettante al recedente.

6. *Nessi.* Artt. 1349, 2437, 2437 *bis*, 2437 *quater*, 2473 c.c.

2437 quater

⁽¹⁾ **Procedimento di liquidazione.** — *Gli amministratori offrono in opzione le azioni del socio recedente agli altri soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili, il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio.*

L'offerta di opzione è depositata presso il registro delle imprese entro quindici giorni dalla determinazione definitiva del valore di liquidazione. Per l'esercizio del diritto di opzione deve essere concesso un termine non inferiore a trenta giorni dal deposito dell'offerta.

Coloro che esercitano il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni che siano rimaste non optate.

Qualora i soci non acquistino in tutto o in parte le azioni del recedente, gli amministratori possono collocarle presso terzi; nel caso di azioni quotate in mercati regolamentati, il loro collocamento avviene mediante offerta nei mercati medesimi.

In caso di mancato collocamento ai sensi delle disposizioni dei commi precedenti entro centottanta giorni dalla comunicazione del recesso⁽²⁾, le azioni del recedente⁽³⁾ vengono rimborsate mediante acquisto da parte della società utilizzando riserve disponibili anche in deroga a quanto previsto dal terzo comma dell'articolo 2357.

In assenza di utili e riserve disponibili, deve essere convocata l'assemblea straordinaria per deliberare la riduzione del capitale sociale, ovvero lo scioglimento della società.

Alla deliberazione di riduzione del capitale sociale si applicano le disposizioni del comma secondo, terzo e quarto dell'articolo 2445; ove l'opposizione sia accolta la società si scioglie.

⁽¹⁾ V. nota al capo V.

⁽²⁾ Le parole « entro centottanta giorni dalla comunicazione del recesso » sono state inserite dall'art. 1 d.lg. 17 gennaio 2003 n. 6, come mod. dall'art. 5, comma 2, lett. cc, d.lg. 6 febbraio 2004, n. 37.

⁽³⁾ V. errata corrigée in G.U. 4 luglio 2003, n. 153.

di **ALESSANDRA DACCÒ**

BIBLIOGRAFIA

- ANNUNZIATA, *Artt. 2437-2437quinquies*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Egea, in corso di pubblicazione; BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, XVII, t. 3, Utet, 1985; CALANDRA BUONAURO, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *G. comm.*, 2005; CALLEGARI, *Art. 2437 quater*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, Zanichelli, 2004; CALVALAGLIO, *Art. 2437 quater*, in *Commentario al codice civile*, diretto da Gabrielli, *Delle società-Dell'azienda-Della concorrenza*, a cura di Santosuosso, II, Utet, 2015; CENTONZE, *Lo scioglimento di società per azioni in pendenza del recesso del socio*, in *Riv. d. civ.*, 2013; CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005; CORSI, *Il momento di operatività del recesso nelle società per azioni*, in *G. comm.*, 2005; DACCÒ, *Il recesso nelle s.p.a.*, in *Le nuove s.p.a.*, opera diretta da Cagnasso-Panzani, II, Zanichelli, 2010; D'ALBORA-TARTAGLIA, *Il recesso nel diritto societario*, Aracne, 2011; DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, III, Utet, 2007; FENGLI, *La riduzione del capitale. Premesse per una ricerca sul capitale nelle società per azioni*, Giuffrè, 1974; FREGONARA, *Recesso e procedimento per la liquidazione delle azioni e delle quote*, Giuffrè, 2008; FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Giuffrè, 2009; GALLETTI, *Art. 2437 quater*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, II, Cedam, 2005; MARASÀ, *Artt. 2437-2437quinquies*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D'Alessandro, II, t. 2, Piccin, 2011; MAUGERI-FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, in *Riv. soc.*, 2013; MORANO, *Analisi delle clausole statutarie in tema di recesso alla luce della riforma della disciplina delle società di capitali*, in *Riv. not.*, 2003; NOBILI, *La riduzione del capitale*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, III, Utet, 2007; NOBILI-SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, VI, t. 1, Utet, 1993; PACCHI PESUCCI, *Autotutela dell'azionista e interessi dell'organizzazione*, Giuffrè, 1993; PACIELLO, *Art. 2437 quater*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini-Stagno D'Alcontres, II, Jovene, 2004; PAOLINI, *(In)utilizzabilità degli utili di periodo per il rimborso della partecipazione del socio receduto* (quesito n. 116-2008/I dell'Ufficio studi del Consiglio nazionale del notariato), in *Studi e materiali. Quaderni trimestrali del Consiglio nazionale del notariato*, 2008; PINARDI, *Le opposizioni dei creditori nel nuovo diritto societario*, Giuffrè, 2006; PORTALE [1], *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo-Portale, I, t. 2, Utet, 2004; PORTALE [2], *La riforma delle società di capitali tra diritto comunitario e diritto*

internazionale privato, in *Eur. d. priv.*, 2005; PRESTI, *Questioni in tema di recesso*, in *G. comm.*, 1982; ROSSI M., *Recesso dalla s.p.a. e riduzione del capitale sociale*, in *G. comm.*, 2015; SPERANZIN, *Diritto di sottoscrizione e tutela del socio nella s.r.l.*, Giappichelli, 2012; TRIMARCHI G.A.M., *Il recesso del socio dai tipi societari capitalistici e applicativi notarili* (studio di impresa n. 188-2011/I del Consiglio nazionale del notariato, approvato dalla Commissione studi d'impresa il 1° marzo 2012), in *notariato.it*; VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Giuffrè, 2012; WEIGMANN [1], *La prelazione sui titoli inoptati*, in *G. comm.*, 1982; WEIGMANN [2], *Le obbligazioni convertibili perdono il diritto di opzione*, *ivi*, 2012.

SOMMARIO

1. Il procedimento di liquidazione in generale. — 2. Le diverse modalità di rimborso. L'opzione a favore dei soci e dei titolari di obbligazioni convertibili. — 3. Il collocamento delle azioni presso terzi. — 4. L'acquisto delle azioni da parte della società. — 5. La riduzione del capitale sociale. — 6. L'opposizione dei creditori alla riduzione del capitale e lo scioglimento della società. — 7. Le diverse ipotesi di scioglimento della società. — 8. Nessi.

1. Il procedimento di liquidazione in generale. Prima della riforma del diritto societario del 2003, il legislatore nulla aveva detto in merito al procedimento di liquidazione da seguire in caso di recesso del socio. Era stato da più parti osservato che il procedimento se, da un lato, avrebbe dovuto avvenire in tempi ragionevoli (PRESTI, 117), dall'altro, avrebbe richiesto alla società di procedere alla liquidazione mediante l'utilizzo di fondi disponibili e, nel caso, attraverso la riduzione del capitale sociale (*contra*, isolata, Trib. Alessandria, 18 agosto 1995, in *G. comm.*, 1996, II, 415 s., ove si affermava l'illegittimità di una riduzione del capitale deliberata a seguito dell'esercizio del diritto di recesso, in virtù del principio di tassatività delle fattispecie di riduzione del capitale sociale, poi riformata sul punto da App. Torino, 1° dicembre 1995, *ivi*). Discussa era, però, la disciplina applicabile alla suddetta riduzione e le conseguenze, come vedremo anche *infra*, n. 6, derivanti dall'eventuale accoglimento dell'opposizione dei creditori.

Ora, invece, al chiaro fine di tutelare il patrimonio della società e i creditori sociali (FRIGENI, 210, nt. 270) ed evitare, fin dove possibile, l'acquisto delle azioni da parte della società e/o la riduzione del capitale sociale, il legislatore introduce un articolato procedimento (in parte diverso da quello introdotto per le società a responsabilità limitata: sul punto, cfr. CALANDRA BUONAURO, 305), composto da quattro diverse modalità di rimborso graduate secondo un criterio di priorità successiva, che occorre seguire (sull'applicabilità di tale procedimento nell'ipotesi di recesso di cui all'art. 2343 co. 4 c.c., v. M. ROSSI, 921, nt. 9) qualora il socio intenda recedere e non sia stato deciso di revocare la delibera che legittima il recesso o di deliberare lo scioglimento della società *ex art. 2437 bis co. 3* (FREGONARA, 12). Tale procedimento, in quanto volto, come si è detto, a tutelare interessi anche di soggetti terzi, non pare derogabile dai soci neanche in sede statutaria (VENTORUZZO, 157, nt. 314; GALLETTI, 1607; TRIMARCHI G.A.M., n. 7.1; *contra*, ANNUNZIATA, il quale ritiene modificabile il procedimento di liquidazione previsto dal legislatore nei casi di recesso diversi da quelli inderogabili; sulla derogabilità vedi, anche, D'ALBORA-TARTAGLIA, 46; e MORANO, 319, ove si prospetta la possibilità di escludere il diritto di opzione, invertire le modalità previste, escludere la cessione a terzi).

2. Le diverse modalità di rimborso. L'opzione a favore dei soci e dei titolari di obbligazioni convertibili. La prima modalità di rimborso, prevista dall'art. 2437 *quater*, consiste nell'offrire in opzione ai soci (sull'identificazione dei soggetti-soci cui spetta il diritto di opzione, VENTORUZZO, 162 s., il quale si pone, altresì, il compito di verificare se tra i legittimati possa rientrare anche il socio recedente, seppure parzialmente, e se il diritto di opzione possa essere ceduto a terzi; cfr., altresì, D'ALBORA-TARTAGLIA, 30, ove ci si interroga se l'offerta di opzione possa essere estesa alla società, in quanto titolare di azioni proprie), in proporzione al numero delle azioni possedute, e ai titolari di obbligazioni convertibili, sulla base del rapporto di cambio (in generale, sul venir meno del diritto di opzione in capo ai titolari di obbligazioni convertibili in forza della Corte giust. CE, 18 dicembre 2008 in causa C-338/06, v., però, WEIGMANN [2], 339), le azioni del socio recedente, ovvero, qualora vi siano più dichiarazioni di recesso, dei soci recedenti. Al fine di predisporre l'offerta, gli amministratori devono, infatti, accertare il numero complessivo delle azioni per le quali i soci intendono recedere, dato che il procedimento di liquidazione sembra dover essere unico per tutti (DACCÒ, 1454).

L'offerta deve essere depositata — ai sensi dell'art. 2437 *quater* co. 2 — presso il registro delle imprese entro quindici giorni dalla determinazione definitiva del valore di liquidazione. Pertanto, gli amministratori sono tenuti a verificare che i soci recedenti non abbiano contestato il valore delle azioni: nel caso ciò si sia verificato (per le azioni quotate era discusso se fosse possibile contestare il valore: v., in proposito, MAUGERI-FLEISCHER, 95; anche se ora, in forza della nuova previsione, introdotta con l. 11 agosto 2014, n. 116, che permette di introdurre criteri di valutazione diversi da quello legale, il problema sembra doversi porre nuovamente), il procedimento di liquidazione dovrà essere sospeso in attesa dell'esito della valutazione da parte dell'arbitratore e sempre che questa non sia, a sua volta, impugnata (DI CATALDO, 249; CAVALAGLIO, 121). Se nel prevedere il termine massimo di quindici giorni, il legislatore ha voluto certamente tutelare l'interesse del socio recedente a ricevere quanto prima la somma di denaro corrispondente alle azioni per le quali ha esercitato il recesso, così da poter configurare un dovere degli amministratori di procedere celermente nel dar corso alle diverse modalità di rimborso di cui all'art. 2437 *quater*, dall'altro lato, occorre sottolineare che il procedimento in esame può protrarsi anche per un periodo esteso in caso di contestazione della valutazione: questo può implicare l'esistenza di una forte dilazione temporale con costi notevoli per il socio, per la società e per il sistema (DI CATALDO, 249) e creare delle rilevanti problematiche che potrebbero essere diversamente risolte a seconda della soluzione che si voglia dare all'annoso problema relativo all'individuazione del momento in cui il socio recedente non può più esercitare i diritti sociali e perde lo *status* di socio (sul punto, v. *supra*, sub art. 2437 *bis*).

Per l'esercizio del diritto di opzione deve essere concesso un termine non inferiore a trenta giorni dal deposito dell'offerta (senza alcuna distinzione tra società con azioni quotate e non: nel caso di aumento del capitale a pagamento, a seguito delle ultime modifiche introdotte con l. n. 116 del 2014, il termine è di quindici giorni dalla pubblicazione dell'offerta sia per le società quotate, sia per quelle non quotate). Si ritiene che tale termine non possa essere derogato *in peius*, ma eventual-

mente possa essere esteso (CHIAPPETTA, 513; CALLEGARI, 1432; PACIELLO, 1135; MORANO, 318; TRIMARCHI G.A.M., n. 7.1; CAVALAGLIO, 1212).

Coloro che esercitano il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni rimaste non optate (a differenza delle società a responsabilità limitata, ove non è previsto un diritto di prelazione sull'inoptato in caso di recesso e questo si spiega — secondo SPERANZIN, 44 s. — con il fatto che, in quest'ultimo tipo societario, vi è la necessità di mantenere invariata la partecipazione del singolo socio, nonché il rapporto tra le stesse partecipazioni): anche sotto questo profilo, non vi è alcuna differenza tra società con azioni quotate e non, mentre, come è noto, l'art. 2441 co. 3 riconosce, in caso di aumento del capitale a pagamento, il diritto di prelazione solo in caso di azioni non quotate e, in presenza di azioni quotate, prevede l'offerta sul mercato dei diritti di opzione non esercitati (secondo ASSONIME, circolare n. 68/2005, *La nuova disciplina del diritto di recesso: commento*, in *Riv. soc.*, 2005, 1414, al caso di recesso relativo ad azioni quotate dovrebbe, invece, applicarsi analogicamente l'art. 2441 co. 3).

La legge non precisa la modalità di riserva dell'inoptato da parte dei soci (e degli obbligazionisti) destinatari del diritto d'opzione. In proposito è stato sostenuto (TRIMARCHI G.A.M., n. 7.1) che, se il diritto d'opzione è proporzionale alla partecipazione da taluno detenuta, il diritto di prelazione dell'inoptato risulta del tutto affidato all'autonomia privata del soggetto che lo esercita: questi potrà dunque riservarsi l'inoptato, secondo la necessità del suo investimento, in quantità minori, eguali o maggiori del rapporto di proporzionalità della partecipazione sociale. Alla medesima conclusione si perviene, pure, in relazione al diritto di prelazione di cui all'art. 2441 co. 3 in merito al quale è stato opportunamente segnalato che il socio, salvo richieste concorrenti, se lo desidera, può estendere il suo acquisto a tutti i titoli inoptati e non soltanto a quelli che gli spetterebbero in virtù di una seconda opzione, calcolata sui titoli non ancora sottoscritti in proporzione alla sua quota azionaria (WEIGMANN [1], 612).

Resta, però, da identificare il criterio da adottare nel caso in cui le azioni offerte in prelazione siano in numero superiore rispetto a quelle richieste. In tale ipotesi sembra lecito applicare un criterio di riparto proporzionale tra tutte le azioni dei soci recedenti (così DI CATALDO, 251; PACIELLO, 1136, propone, invece, un rimborso frazionario solo qualora le comunicazioni di recesso siano pervenute in pari data, in caso diverso dovrebbero essere liquidate in via prioritaria le azioni di chi ha esercitato per primo il diritto di recesso). Lo stesso criterio di riparto proporzionale sembra dover trovare applicazione qualora le azioni dei soci recedenti risultino essere un numero inferiore rispetto a quelle richieste (DI CATALDO, 250, il quale esclude una assegnazione secondo l'ordine temporale ovvero un sorteggio; per un criterio basato su una priorità temporale, v., invece, TRIMARCHI G.A.M., n. 7.1). A tale conclusione si è pure pervenuti in tema di diritto di prelazione in caso di aumento del capitale a pagamento, ove si è, però, specificato che occorre ripartire in proporzione al numero di opzioni esercitate e non al numero dei titoli posseduti al momento dell'aumento (WEIGMANN [1], 616; nella prassi, tuttavia, in

diversi casi di recesso — ad esempio Bioera, Filatura di Pollone — si è proceduto al riparto in proporzione al numero di azioni detenute).

3. Il collocamento delle azioni presso terzi. Qualora i soci (e/o i titolari di obbligazioni non convertibili) non acquistino in tutto o in parte le azioni del recedente, le azioni sono collocate dagli amministratori presso i terzi. Tale disposizione non ha mancato di sollevare alcune perplessità soprattutto in relazione al fatto che, in questo modo, si attribuisce agli amministratori una (eccessiva) discrezionalità nella scelta dei terzi e la possibilità di incidere, così, sulla composizione della compagine azionaria (CALLEGARI, 1432; GALLETTI, 1602; di diverso avviso, DI CATALDO, 250, il quale segnala come la vendita a terzi avvenga dopo un'offerta in opzione ai soci, i quali, se non hanno voluto usufruire di questa, non possono poi lamentarsi di un collocamento presso terzi a cura degli amministratori), a differenza, come è noto, della società a responsabilità limitata ove il terzo deve essere concordemente individuato dai soci medesimi. Il legislatore nulla dice in merito alle modalità con cui i terzi possono essere individuati da parte degli amministratori, limitandosi solo a statuire che, in caso di azioni quotate in mercati regolamentati, il collocamento deve avvenire mediante offerta nei mercati medesimi. A quest'ultimo proposito ci si è chiesti se l'offerta debba essere realizzata mediante offerta pubblica di vendita (a favore, DI CATALDO, 250; si limita a sollevare il problema MARASÀ, 802, nt. 109; contrario, CAVALAGLIO, 1213) e si è segnalato come l'offerta sul mercato possa, comunque, rivelarsi problematica in quanto realizzata, ai sensi dell'art. 2437 *ter* co. 3, sulla base di un valore che ben potrebbe essere diverso da quello corrente di mercato (così CALLEGARI, 1432).

Inoltre, in termini più ampi, si discute se l'offerta ai terzi debba necessariamente essere effettuata da parte degli amministratori: alcuni (CHIAPPETTA, 513; DI CATALDO, 250; CALLEGARI, 1431; FREGONARA, 17; TRIMARCHI G.A.M., n. 7.1; ANNUNZIATA; ASSONIME, circolare n. 68/2005, cit., 1414; in giurisprudenza, cfr. Trib. Roma 5 marzo 2013, in *Riv. d. comm.*, 2013, II, 363) ritengono, anche alla luce del dato letterale ove, appunto, si utilizza il verbo « potere », che si tratti di una « facoltà » per gli amministratori, non di un obbligo, anche se considerazioni generali in merito agli interessi in gioco — principalmente quelli dei creditori sociali e della stessa società — potrebbero far ritenere che gli amministratori abbiano un obbligo, più che una facoltà, di tentare di collocare le azioni presso terzi, prima di adottare i successivi provvedimenti (per l'obbligatorietà v., ad esempio, PACIELLO, 1135; MARASÀ, 802).

Da ultimo, occorre chiedersi in che termini possa rilevare l'eventuale esistenza di limiti alla circolazione delle azioni contenuti, ad esempio, in statuto: si pensi a una clausola che impedisce il trasferimento delle azioni per un periodo non superiore a cinque anni (FREGONARA, 18). Secondo parte della dottrina (CALLEGARI, 1432), gli amministratori sarebbero vincolati da eventuali clausole statutarie di limitazione al trasferimento delle azioni; diversamente, altri concludono per l'inapplicabilità ai trasferimenti azionari (sia tra soci sia nei confronti di terzi) dei limiti alla circolazione delle azioni fissati in statuto: si ritiene, infatti, che l'interesse alla liquidazione

delle azioni e quello, più generale, alla sopravvivenza dell'ente debbano prevalere sugli interessi sottesi alle clausole limitative della circolazione (TRIMARCHI G.A.M., n. 7.1).

4. L'acquisto delle azioni da parte della società. In caso di mancato collocamento (ovvero di collocamento solo parziale), le azioni del recedente (o dei recedenti) devono, *ex art. 2437 quater* co. 5, essere rimborsate mediante acquisto da parte della società, con l'utilizzo delle riserve disponibili. Come segnalato in giurisprudenza, al fine di garantire l'acquisto da parte della società, quest'ultima — una volta che il diritto di recesso è stato esercitato ed è stato deliberato di procedere all'acquisto delle azioni da parte della società — non può più utilizzare le riserve per altre operazioni (v., in proposito, Trib. Voghera 20 marzo 2007, in *Soc.*, 2008, 1021 s., ove si afferma che le riserve disponibili non possono più essere adoperate per un aumento di capitale gratuito, dato che questo potrebbe mettere a rischio l'acquisto di azioni e, quindi, di fatto il rimborso della quota del socio recedente).

Il fatto che il co. 5 dell'art. 2437 *quater* non preveda la possibilità di utilizzare gli utili distribuibili (sul problema dell'utilizzo degli utili di periodo, v. *infra*, nel presente n.) non impedisce di ritenere che anche questi possano servire per il rimborso, come tra l'altro ammette il co. 6 della medesima norma, ove si riconosce che, in assenza di utili e riserve disponibili, occorre convocare l'assemblea per deliberare la riduzione del capitale sociale ovvero lo scioglimento della società.

In relazione a questa fase, il legislatore, seppure in un secondo momento, con il d.lg. 6 febbraio 2004, n. 37, ha ritenuto opportuno inserire un termine massimo: il rimborso mediante acquisto da parte della società deve avvenire entro centotanta giorni dalla comunicazione del recesso (sul punto, cfr. GALLETTI, 1603, nt. 10; PACIELLO, 1139, il quale segnala, però, che ben può capitare che il procedimento di liquidazione inizi ben oltre lo spirare dei centotanta giorni, a fronte, ad esempio, di una contestazione del valore delle azioni; per Trib. Tivoli 19 gennaio 2011, in *Soc.*, 2011, 1277, il termine non sarebbe perentorio: qualora venga a mancare la determinazione definitiva del valore delle azioni non si può procedere in quanto si avrebbe un'offerta in opzione a prezzo incerto).

In base all'art. 2437 *quater* co. 5 l'acquisto da parte della società può avvenire utilizzando (utili e) riserve disponibili anche in deroga a quanto previsto dal co. 3 dell'art. 2357 (sui dubbi che tale previsione aveva suscitato in relazione alla seconda direttiva del Consiglio 13 dicembre 1976 n. 77/91/CEE, v., per tutti, PORTALE [2], 110): come è noto, il co. 3 è stato diverse volte modificato e, a fronte dei più recenti interventi, si limita a prevedere che il valore nominale delle azioni acquistate dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non possa eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate.

Il richiamo a tale norma ha dato luogo a diversi interrogativi. In particolare, dato il preciso riferimento contenuto nella norma in commento al solo co. 3, ci si interroga se siano o meno applicabili alla fattispecie in esame le altre limitazioni

contenute nell'art. 2357 c.c. anche se in commi diversi, e non espressamente derogate e, cioè se: *i*) le azioni debbano essere acquistate facendo ricorso alle riserve e agli utili risultanti dall'ultimo bilancio approvato: non potrebbero, quindi, essere utilizzati gli utili di periodo (secondo l'Ufficio studi del Consiglio nazionale del notariato studio n. 116-2008, in *CNN notizie* del 5 giugno 2008, non appare consentito — nel caso di specie si trattava, però, di società a responsabilità limitata — disporre di utili non ancora accertati al fine di soddisfare la pretesa del socio recedente al rimborso della partecipazione; a favore, invece, dell'utilizzazione di utili di periodo, TRIMARCHI G.A.M., n. 7.1); *ii*) le azioni debbano essere interamente liberate (così ANNUNZIATA; D'ALBORA-TARTAGLIA, 34; lo escludono, invece, TRIMARCHI G.A.M., n. 7.1; PACIELLO, 1136); e *iii*) sia necessaria una autorizzazione assembleare (di tale avviso: ANNUNZIATA; DI CATALDO, 251; CALLEGARI, 1433; PACIELLO, 1136; diversamente: CALANDRA BUONAURA, 306, nt. 28; GALLETTI, 1607; MARASÀ, 803; TRIMARCHI G.A.M., n. 7.1; ASSONIME, circolare n. 68/2005, cit., 1413). Infine, ci si interroga se le azioni acquistate in eccedenza rispetto al limite di cui al co. 3 (ovvero, qualora applicabili, in violazione anche delle altre previsioni ora richiamate) debbano essere alienate entro un anno dal loro acquisto (lo negano: DI CATALDO, 250, nt. 81; PACIELLO, 1136; di diverso avviso: CHIAPPETTA, 514; CALLEGARI, 1433; ASSONIME, circolare n. 68/2005, cit., 1413; ritiene, invece, adottabile il termine di tre anni previsto per i casi speciali: FREGONARA, 23).

5. La riduzione del capitale sociale. Solo qualora non vi siano utili distribuibili e riserve disponibili sufficienti, si deve necessariamente procedere a convocare l'assemblea straordinaria per deliberare, *ex art.* 2437 *quater* co. 6, la riduzione del capitale sociale (a meno che non sia stata data delega all'organo amministrativo o al consiglio di gestione o al consiglio di sorveglianza, ai sensi dell'art. 2365 co. 2, per la riduzione del capitale in caso di recesso: cfr. D'ALBORA-TARTAGLIA, 37 s.) ovvero lo scioglimento della società (sul punto, v. *infra*, n. 7). Nella suddetta riduzione del capitale — secondo TRIMARCHI G.A.M., n. 8 — è possibile ravvisare elementi della riduzione c.d. nominale (obbligatorietà, necessità di adeguare i valori nominali del capitale sociale al patrimonio che viene eroso dalla liquidazione) e di quella c.d. reale (rimborso al socio recedente e opposizione dei creditori).

Secondo il CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Osservatorio sul diritto societario. Recesso e riduzione del capitale*, in *Riv. d. soc.*, 2011, 272 s. (sulla scia di quanto già sostenuto dal CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI, nei *Principi Contabili*, di cui dà notizia anche VENTORUZZO, 168), la misura della riduzione del capitale, prevista ai sensi dell'art. 2437 *quater* co. 6, deve essere rapportata alla misura nominale della partecipazione del socio recedente (o dei soci recedenti). La differenza effettivamente dovuta al socio (o ai soci) rispetto al nominale dovrà essere considerata nel patrimonio della società o come una fonte di perdite potenzialmente — ma non necessariamente — destinate ad incidere ulteriormente sul capitale sociale, secondo le normali regole degli artt. 2446, 2447 c.c. (se l'importo è superiore al nominale), ovvero come elemento che dà vita ad

una riserva del netto (se l'importo dovuto è inferiore al nominale) (*contra*, però, M. ROSSI, 927 s.).

Ai sensi dell'art. 2437 *quater* co. 7, alla deliberazione di riduzione del capitale sociale si applicano le disposizioni dei co. 2, 3 e 4 dell'art. 2445, in forza delle quali: *i*) l'avviso di convocazione dell'assemblea (ovvero dell'altro organo deputato ai sensi dell'art. 2365 co. 2) deve indicare le ragioni e le modalità della riduzione (la norma richiamata continua affermando che, nel caso di società cui si applichi il co. 3 dell'art. 2357, la riduzione deve effettuarsi con modalità tali che le azioni proprie eventualmente possedute dopo la riduzione non eccedano la quinta parte del capitale sociale: ma, nel caso di specie, suddetta previsione, come sopra si è chiarito, non trova attuazione); *ii*) la deliberazione può essere eseguita soltanto dopo novanta giorni dal giorno dell'iscrizione nel registro delle imprese, purché entro questo termine nessun creditore sociale anteriore all'iscrizione abbia fatto opposizione; *iii*) il tribunale, qualora ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori oppure la società abbia prestato idonea garanzia, dispone che l'operazione abbia luogo nonostante l'opposizione.

6. L'opposizione dei creditori alla riduzione del capitale e lo scioglimento della società. Ai sensi dell'art. 2437 *quater* co. 7 e in forza del richiamo ivi operato all'art. 2445 co. 3 i creditori possono, come si è detto, fare opposizione nei confronti della deliberazione di riduzione del capitale sociale. Ove l'opposizione dei creditori sociali sia accolta, la società si scioglie. Sotto questo profilo, non si può non segnalare l'esistenza di alcune perplessità in ordine all'istituto dell'opposizione, reso applicabile dal legislatore anche nella fattispecie in esame, e, in particolare, agli effetti che lo stesso è in grado di determinare e, quindi, alla sua congruità a tutelare gli interessi dei creditori sociali (in generale, sulla scarsa appetibilità dello strumento dell'opposizione in caso di recesso, PACIELLO, 1137; GALLETTI, 1611; FREGONARA, 27; CALLEGARI, 1435; CALANDRA BUONAURO, 307). Occorre in primo luogo ricordare che lo strumento dell'opposizione è previsto dal legislatore a favore dei creditori sociali unicamente nel caso in cui la società debba ridurre il capitale sociale per far fronte al recesso: ma l'esercizio di quest'ultimo può far sì che la società proceda a rimborsare il socio recedente (ovvero i soci recedenti) utilizzando (anche tutte) le riserve disponibili. Tale evenienza può determinare dei pregiudizi per i creditori sociali, i quali trovano pur sempre nel patrimonio netto adeguata garanzia sulla produttività (e redditività) dell'impresa loro debitrice (v., in generale, PORTALE [1], 110; e, con specifico riferimento al recesso, GALLETTI, 1620 s.). In secondo luogo, si deve rilevare che l'opposizione dei creditori impedisce la riduzione (e determina lo scioglimento della società) solo qualora il tribunale ritenga fondato il pericolo di pregiudizio per i creditori e che spetta a questi ultimi provare i fatti costitutivi del loro diritto di opposizione, ivi compresi la sussistenza del credito, l'antioriorità dello stesso all'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese e, soprattutto, il pregiudizio, che non si può ritenere insito nel semplice fatto della riduzione e, dunque, non si può

presumere — neppure *iuris tantum* — sussistente in ogni caso di riduzione (NOBILI-SPOLIDORO, 277; PINARDI, 43; NOBILI, 313). L'opposizione non può essere accolta anche qualora la società abbia prestato idonea garanzia, e si fa correttamente notare che la garanzia può avere la forma più varia: essa può, dunque, essere rappresentata da una fideiussione, da un pegno, da un deposito vincolato, ovvero dalla postergazione di altri crediti sufficienti a rimuovere il pericolo del mancato pagamento del credito dell'opponente (in argomento, cfr., ancora, NOBILI-SPOLIDORO, 279).

Infine, l'opposizione, se accolta, può determinare — a differenza di quanto avviene nell'ambito dell'art. 2445, ove, come è noto, l'accoglimento dell'opposizione si limita a impedire che la deliberazione di riduzione del capitale sociale venga eseguita — lo scioglimento della società, con delle ovvie negative conseguenze soprattutto con riferimento a quei creditori sociali (v., ad esempio, i fornitori) che, invece, hanno tutto l'interesse a che la società continui nella sua attività. Diversamente, nel regime previgente, coloro i quali ritenevano opportuno applicare l'istituto dell'opposizione, nel caso la società avesse dovuto procedere a una riduzione del capitale sociale per dar corso al pagamento del socio recedente, proponevano che, nel caso di accoglimento dell'opposizione: *i*) si dovesse ritenere preclusa l'eseguibilità della delibera di modifica dell'atto costitutivo (PRESTI, 119; PACCHI PESUCCI, 175); ovvero *ii*) che il socio recedente non potesse sciogliersi dal vincolo e fosse, quindi, costretto a restare in società subendo la modifica statutaria (FENGHI, 91); ovvero, ancora, *iii*) che la società venisse a trovarsi nella posizione di debitore inadempiente (BELVISO, 84).

7. Le diverse ipotesi di scioglimento della società. L'esercizio del diritto di recesso può dar luogo, come si è già visto (*supra*, n. 6), allo scioglimento della società in caso di accoglimento dell'opposizione dei creditori. In proposito è necessario, però, sottolineare come tre siano le ipotesi di scioglimento espressamente richiamate in caso di recesso: 1) la società può deliberare, entro novanta giorni, lo scioglimento *ex art. 2437 bis* co. 3 (c.d. «scioglimento anticipato»), in modo da impedire il recesso ovvero renderlo, se già esercitato, privo di efficacia; 2) la decisione può essere assunta, ai sensi dell'art. 2437 *quater* co. 6, in alternativa alla riduzione del capitale, a seguito del mancato collocamento presso i soci e i terzi delle azioni e in assenza di utili e riserve disponibili sufficienti a far fronte al rimborso; infine, come si è visto, 3) allo scioglimento si deve necessariamente pervenire, in forza dell'art. 2437 *quater* co. 7, qualora la società decida di procedere alla riduzione del capitale sociale, ma vi sia opposizione da parte dei creditori sociali accolta dal tribunale.

Mentre nel primo caso, lo scioglimento impedisce l'esercizio del recesso ovvero lo priva di efficacia e, quindi, in quest'ultimo caso non vi sono problemi nell'affermare che il socio recedente (ovvero i soci recedenti), a seguito della delibera di scioglimento, devono essere trattati alla stregua degli altri soci e le loro partecipazioni devono essere monetizzate come quelle di ogni altro socio sulla base delle risultanze del bilancio finale di liquidazione (CENTONZE, 80; M. ROSSI, 931); negli

altri due casi la soluzione appare più complessa (CAVALAGLIO, 1215). Da un lato, infatti, ben può accadere che alcune azioni del socio recedente (ovvero dei soci recedenti) siano già state rimborsate nel corso del procedimento; dall'altro, la soluzione appare inevitabilmente connessa all'interrogativo più generale in ordine al momento in cui si ritiene che la dichiarazione di recesso produca effetto e, in particolare, il recedente perda lo *status* di socio per acquisire quello di creditore (sul punto, v. *supra*, sub art. 2437 *bis*). Qualora, infatti, si volesse aderire a quell'orientamento (soprattutto giurisprudenziale) che ritiene che lo *status* di socio venga meno al momento del ricevimento della comunicazione di recesso da parte della società, si dovrebbe considerare — al momento dello scioglimento — il recedente quale terzo creditore che ha diritto ad essere rimborsato nei termini previsti dall'art. 2437 *quater* e che, conseguentemente, deve essere preferito rispetto ai soci (M. ROSSI, 936). Diversamente, volendo ritenere che lo *status* di socio si conservi fino al momento finale del procedimento di liquidazione, si dovrebbe liquidare il recedente (come gli altri soci) sulla base delle risultanze del bilancio finale di liquidazione (FREGONARA, 31; CALLEGARI, 1435; D'ALBORA-TARTAGLIA, 36; ASSONIME, circolare n. 68/2005, cit., 1414; CENTONZE, 813; più articolata la posizione assunta, tra gli altri, da CORSI, 320; DACCÒ, 1440, per i quali lo *status* di socio si conserva fino al decorrere del termine di novanta giorni, dopodiché il recedente deve essere rimborsato come qualsiasi terzo-creditore; v., sul punto, anche il commento all'art. 2437 *bis*).

Da ultimo occorre ricordare come siano stati indicati altri due casi in cui è possibile pervenire allo scioglimento della società a fronte dell'esercizio del diritto di recesso: innanzitutto qualora, a seguito della riduzione del capitale sociale, quest'ultimo si sia ridotto al di sotto del minimo legale, senza che sia stato deliberato contestualmente l'aumento ovvero la trasformazione (FREGONARA, 32; M. ROSSI, 952; sul punto v., pure, CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Osservatorio sul diritto societario*, cit., 277 s., ove si afferma che se — a fronte della riduzione — il capitale sociale si riduce al di sotto del minimo di legge, per evitare lo scioglimento deve essere deliberata ed eseguita la ricostituzione al minimo o la trasformazione in altro tipo compatibile con il capitale ridotto; di diverso avviso, TRIMARCHI G.A.M., n. 8, per il quale, qualora l'esito della riduzione sia tale da portare il valore nominale al di sotto del minimo, non vi sarebbe la possibilità di aumentare il capitale o trasformare la società, ma l'unica soluzione dovrebbe appunto essere lo scioglimento); in secondo luogo, qualora la società non assuma alcuna decisione ai sensi dell'art. 2437 *quater* co. 6 (MARASÀ, 804; CENTONZE, 808; di diverso avviso, GALLETTI, 1609, il quale ritiene che, se l'assemblea non delibera sul punto, si debba procedere alla riduzione del capitale, applicando per analogia l'art. 2446 co. 2).

8. *Nessi*. Artt. 2359 *ter* co. 2, 2484 co. 1 n. 5, 2437 *sexies* co. 1 c.c.

2437
quinquies

(1) Disposizioni speciali per le società con azioni quotate in mercati regolamentati. — *Se le azioni sono quotate in mercati regolamentati* ⁽²⁾ *hanno diritto di recedere i soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione.*

⁽¹⁾ V. nota al capo V.

⁽²⁾ V. avviso di rettifica in G.U. 4 luglio 2003, n. 153.

di **ALESSANDRA DACCÒ**

BIBLIOGRAFIA

ANGELICI, *La società per azioni*, I. *Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto da Cicu-Messineo-Mengoni e continuato da Schlesinger, Giuffrè, 2012; BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio nazionale del notariato*, diretto da Perlingieri, V, t. 10, Esi, 2005; CALLEGARI, *Art. 2437 quinquies*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, II, Zanichelli, 2004; CAVALAGLIO, *Art. 2437 quinquies*, in *Commentario al codice civile*, diretto da Gabrielli, *Delle società-Della concorrenza*, a cura di Santosuoso, II, Utet, 2015; COLOMBO-MARCHETTI, *Delisting e azioni di risparmio (due pareri contrapposti)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002; COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, 2013; DACCÒ [1], *Il recesso nelle s.p.a.*, in *Le nuove s.p.a.*, diretta da Cagnasso-Panzani, II, Zanichelli, 2010; DACCÒ [2], *Il recesso nelle società con azioni quotate da esigenze dei mercati finanziari ed esigenze dell'attività imprenditoriale*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, diretto da Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Utet, 2014; DE ANGELIS, *La perdita della quotazione in borsa: tutela dei soci e diritto di recesso*, in *Soc.*, 1996; DE MARI [1], *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Giappichelli, 2004; DE MARI [2], *Il contratto di quotazione*, in *I contratti per l'impresa*, a cura di Gitti-Maugeri-Notari, II. *Banca, mercati, società*, il Mulino, 2012; FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, 2^a ed., Giuffrè, 2009; GALLETTI, *Art. 2437 quinquies*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei-Alberti, II, Cedam, 2005; GEIS, *An Appraisal Puzzle*, in *Northwestern Univ. Law Rev.*, 2011; GHETTI, *Art. 133*, in *Commentario T.u.f.*, a cura di Vella, II, Giappichelli, 2012; GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli Usa*, Giuffrè, 2007; MARASÀ, *Artt. 2437-2437-quinquies*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D'ALESSANDRO, II, t. 2, Piccin, 2011; MARCHETTI, *Il ruolo dell'assemblea nel t.u. e nella corporate governance*, in *Aa.Vv.*, *Assemblea degli azionisti e nuove regole del governo societario*, Cedam, 1999; MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Giuffrè, 2010; MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, IV, t. 1, Cedam, 2004; MORERA-SCIUTO, *Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio*, in *Riv. d. soc.*, 2007; NOTARI [1], *Art. 131*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di Marchetti-Bianchi, I, Giuffrè, 1999; NOTARI [2], *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437 quinquies c.c.*, in *Riv. d. comm.*, 2004; OPPO, *Sulla "tipicità" delle società quotate*, in *Riv. d. civ.*, 1999; PACE, *Ammissione sospensione esclusione dai mercati regolamentati. Poteri della Consob e delle società di gestione dei mercati*, Giuffrè, 2012; PACIELLO, *Art. 2437 quinquies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, II, Jovene, 2004; PISANI, *Art. 131*, in *Testo unico della finanza, Commentario*, diretto da G.F. Campobasso, II, Utet, 2002; POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009; SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotate*, in *Riv. d. civ.*, 2000; VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Giuffrè, 2012.

SOMMARIO

1. Il recesso e la quotazione nei mercati regolamentati. — 2. Individuazione della *ratio* sottesa all'ipotesi di recesso in esame. — 3. Delimitazione della fattispecie. — 4. Il *delisting* puro e l'art. 133 T.u.f. — 5. L'ipotesi del *listing*.

1. Il recesso e la quotazione nei mercati regolamentati. Nell'ambito della disciplina in tema di recesso dalle società per azioni il legislatore considera (spesso) le diverse forme di *exit* in via tra loro alternativa, attribuendo (o legittimando) ipotesi di recesso legali (o convenzionali) solo in presenza di azioni non quotate nei mercati regolamentati o, comunque, non diffuse fra il pubblico in misura rilevante (si pensi al recesso nelle società a tempo indeterminato, previsto solo per le società con azioni non quotate o alla possibilità, riconosciuta unicamente alle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, di introdurre ulteriori cause di recesso o, ancora, all'ipotesi di recesso per inizio o cessazione dell'attività di direzione e coordinamento, che opera solo in caso di azioni non quotate) ovvero garantendo il recesso qualora, appunto, la suddetta quotazione venga meno. L'idea sottesa a tali soluzioni — e ben presente anche in altri ordinamenti (ad esempio, negli Stati Uniti, ove in molti statuti è stata introdotta una previsione, la c.d. *stock market exception*, che impedisce l'esercizio dell'*appraisal* nelle società quotate: sul punto, v., tra i tanti, GEIS, 1646; per ulteriori riferimenti cfr., nel nostro ordinamento, FRIGENI, 54) — è che, qualora le azioni siano quotate o, comunque, diffuse fra il pubblico in misura rilevante, ai soci è data già una via di uscita, rappresentata dalla presenza di un mercato delle azioni che può, in alcuni casi, rendere superflua o, addirittura, negativa la previsione di uno strumento ulteriore di *exit* (sul punto v., pure, la Relazione illustrativa al d.lg. 17 gennaio 2003, n. 6, § 9, ove si sottolinea l'esigenza di evitare per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio turbative che facili e diffusi recessi potrebbero determinare). Anche se, in proposito, è stato segnalato che, pure in relazione alle società con azioni quotate nei mercati regolamentati, il recesso potrebbe svolgere una funzione importante, soprattutto in periodi di depressione dei corsi borsistici, dato che permette al socio di vedersi liquidata la propria partecipazione a un valore che tiene conto del prezzo (di chiusura) degli ultimi sei mesi (MONTALENTI, 60). I recenti interventi normativi che hanno previsto, per le società quotate, la possibilità di inserire in statuto criteri diversi da quello legale (*i.e.*, media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi precedenti) non hanno modificato questo aspetto, dato che è stato espressamente statuito che, in ogni caso, il valore di liquidazione non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio legale.

2. Individuazione della ratio sottesa all'ipotesi di recesso in esame. L'art. 2437 *quinquies* c.c. riconosce, in presenza di azioni quotate in mercati regolamentati, il diritto di recesso ai soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione delle suddette azioni. La norma in questione sostituisce il precedente art. 131 T.u.f. (abrogato dall'art. 9 d.lg. 6 febbraio 2004, n. 37), che, come è noto, disponeva che « gli azionisti dissenzienti dalle deliberazioni di fusione o di scissione che comportino l'assegnazione di azioni non quotate hanno diritto di recedere ai sensi dell'art. 2437 c.c. » (su cui v., per tutti, PISANI, 1079 s.; NOTARI [1], 1100 s.) e che, a sua volta, aveva preso il posto dell'art. 13 l. 18 febbraio 1992, n. 149, in base al quale « i soci di una società le cui

azioni sono quotate in borsa, che siano dissenzienti dalla deliberazione riguardante la fusione mediante costituzione di una società nuova ovvero incorporazione in una società le cui azioni non sono quotate in borsa, hanno diritto di recedere ai sensi e per gli effetti dell'art. 2437 del codice civile ».

Già con riferimento alla precedente normativa si discuteva in ordine alla *ratio* sottesa all'ipotesi di recesso ivi prevista. A una tesi autorevole, anche se minoritaria, che — individuate le specificità dello statuto applicabile alla società quotata — configurava quest'ultima come un tipo autonomo e considerava, quindi, l'esclusione dalla quotazione come una trasformazione, ricollegando il recesso a tale cambiamento (per tutti, OPPO, 490), si contrapponeva una seconda tesi, per vero maggioritaria, che, negata la possibilità di prospettare la società quotata come un tipo autonomo (SPADA, 214 s.), si soffermava invece ad analizzare le conseguenze derivanti dal *delisting* in riferimento alle azioni (piuttosto che alla società): il recesso — secondo questa tesi — rispondeva principalmente all'esigenza di tutelare i soci a fronte del venir meno della negoziabilità delle azioni nei mercati.

I medesimi interrogativi in ordine alla *ratio* sono sorti con riferimento alla disposizione in oggetto (sul punto v. già, DACCÒ [2], 1359). Ma anche in relazione all'art. 2437 *quinquies* è sempre più diffusa la tesi che — esclusa la possibilità di configurare la società con azioni quotate come un tipo autonomo e, quindi, di ricondurre il recesso ad una ipotesi di trasformazione (NOTARI [2], 536; MAUGERI, 194, nt. 23; COSTI, 398; di diverso avviso, MONTALENTI, 59 s.: « negare la configurabilità della società quotata come tipo significa in definitiva negare l'organica e pervasiva differenziazione di statuto ») — ravvisa la *ratio* (principalmente) nel venir meno della negoziazione delle azioni in un mercato regolamentato.

Il fatto di guardare agli effetti del *delisting* per le azioni, piuttosto che alle implicazioni che lo stesso può determinare per la società, induce poi la dottrina citata a riconoscere, in presenza di diverse categorie di azioni scambiate sui mercati regolamentati e nel caso di *delisting* avente ad oggetto una di queste, il recesso ai titolari di azioni non più scambiate sul mercato regolamentato, in considerazione del fatto che i medesimi perdono la possibilità di cedere le azioni nel mercato, anche se la società continua ad avere (altre) categorie di azioni quotate (così NOTARI [2], 537; seguito poi da CALLEGARI, 1442; MAUGERI, 194, nt. 23; GALLETTI, 1625). In questo caso — si è sostenuto (NOTARI [2], 537) — gli azionisti continuano ad essere soci di una società organizzata secondo il modello delle società quotate, ma la fattispecie di recesso va collocata sul piano delle caratteristiche delle partecipazioni, più che su quello del modello organizzativo adottato dalla società.

La suddetta circostanza ha poi indotto la dottrina sopra menzionata a negare il diritto di recesso ai titolari di azioni non quotate di una società avente un'altra categoria di azioni quotate, qualora avvenga il *delisting* di queste ultime: in tal caso — si afferma — il recesso non deve essere riconosciuto ai primi anche se la società, a fronte del *delisting*, non sarà più sottoposta alla disciplina del testo unico di intermediazione finanziaria e alle prerogative ivi riconosciute ai soci di minoranza (NOTARI [2], 538; di diverso avviso, però, VENTORUZZO, 28 il quale, in caso di perdita dello *status* di società quotata, riconosce il diritto di recesso anche ai soci titolari di azioni non quotate).

3. *Delimitazione della fattispecie.* La norma in oggetto si applica in presenza di azioni « quotate in mercati regolamentati »: si tratta, così, di comprendere a quali mercati ci si è intesi riferire. È, infatti, discusso se si debba avere riguardo solo ai mercati regolamentati italiani o, come sembra, anche a quelli di altri paesi europei (NOTARI [2], 533, nt. 8; CAVALAGLIO, 1217), in conformità a quanto espressamente previsto in diverse norme contenute nel testo unico di intermediazione finanziaria (artt. 119 e 206), ovvero, pure, a quelli extracomunitari (GUACCERO, 172, nt. 118).

In secondo luogo, la norma (a differenza della precedente normativa che si limitava a richiamare i soci dissenzienti) riconosce il recesso ai soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione: quindi, si dovrebbero ritenere inclusi (oltre ovviamente ai soci che hanno votato contro) gli astenuti, gli assenti e quelli privi del diritto di voto (GALLETTI, 1627, nt. 6, per il quale hanno diritto di recedere anche i titolari di azioni prive del diritto di voto). In verità, per gli azionisti di categoria può sorgere la necessità di coordinare il diritto di recesso con la posizione assunta nell'assemblea speciale (in questi termini, già, Pisani, 1083). Fermo poi restando che, per le azioni di risparmio, il problema si complica in considerazione del fatto che l'art. 145 T.u.f., come è noto, riconosce allo statuto il compito di stabilire i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio (per un caso di *delisting* di azioni di risparmio e tutela *ex art.* 145, v., seppure su posizioni diverse, COLOMBO-MARCHETTI, 365 s.): questo non ha impedito di affermare che, se l'esclusione dalle negoziazioni è effetto di una delibera assembleare, l'art. 2437 *quinquies* c.c. dovrebbe comunque trovare applicazione (dato che il citato articolo è sopraggiunto in ordine di tempo rispetto all'art. 145 T.u.f.), e i titolari di azioni di risparmio potrebbero, quindi, recedere in forza di tale norma (MORERA-SCIUTO, 119).

Sempre in relazione ai casi in cui la norma in commento trova applicazione, occorre sottolineare che essa, nel fare espresso riferimento agli effetti della deliberazione, piuttosto che a ipotesi tipiche di operazioni — come, invece, accadeva nel precedente art. 131 T.u.f. (e, ancora prima, nell'art. 13 l. n. 149 del 1992) — sembra avere una portata più ampia rispetto alla disciplina previgente (NOTARI [2], 533, 539; VENTORUZZO, 27; DACCÒ [2], 1361). È stato al riguardo segnalato che, nell'ambito dell'art. 2437 *quinquies* c.c., possono essere ricondotte tutte quelle delibere che provocano l'esclusione della quotazione e non solo, quindi, quelle aventi ad oggetto una fusione o una scissione come in passato (DACCÒ [1], 1419). Si pensi, ad esempio, ad una delibera di conversione obbligatoria di una categoria di azioni quotate in un'altra categoria di azioni non quotate (NOTARI [2], 541; su tale ipotesi, prima dell'introduzione della norma in esame, DE ANGELIS, 756 s.), o a una delibera di acquisto di azioni proprie in grado di far scendere il flottante ad un livello tale da determinare il venir meno della quotazione (MARASÀ, 787; GALLETTI, 1626), ovvero, ancora, a una delibera di modifica dell'oggetto sociale, in funzione dell'assunzione del ruolo di mera *holding* finanziaria, circostanza, questa, che può impedire la permanenza della quotazione qualora non sussistano determinate condizioni fissate dalla società di gestione del mercato e dalla CONSOB (GUACCERO,

171; più cauto in argomento appare VENTORUZZO, 30, nt. 69, il quale ritiene necessario limitare l'ambito di applicazione a quelle circostanze nelle quali l'esclusione dalla quotazione sia l'effetto immediato e diretto della deliberazione, ritenendo, così, che non dia luogo a recesso l'introduzione di una clausola limitativa della circolazione delle azioni che, impedendone la libera trasferibilità, conduca ad un provvedimento di revoca della quotazione).

Si ritiene, infine, debbano essere esclusi dall'operatività della norma in esame tutti quei casi in cui l'esclusione dalla quotazione dipenda da circostanze diverse da una deliberazione assunta dalla medesima società (NOTARI [2], 542; CAVALAGLIO, 1217): si consideri, ad esempio, un'offerta pubblica d'acquisto totalitaria finalizzata al *delisting* (POMELLI, 407 s.), ovvero si pensi ad eventi — ad esempio: il giudizio negativo della società di revisione o l'impossibilità di un mercato normale dei titoli — che determinano la revoca della quotazione da parte della società di gestione del mercato (CALLEGARI, 1442; di tale avviso, anche, MORERA-SCIUTO, 115, i quali segnalano come il recesso non sussista per effetto della revoca unilaterale dalla quotazione da parte della società di gestione del mercato).

Qualora la norma in commento trovi attuazione, la valutazione delle azioni, ai fini del recesso, dovrà essere effettuata con i criteri previsti per le azioni quotate nei mercati regolamentati, in conformità a quanto riconosciuto dall'art. 2437 *ter* co. 3 c.c. (norma, come sopra ricordato, che è stata recentemente modificata dalla l. 11 agosto 2014, n. 116): l'unica differenza, rispetto alla normale procedura che opera in presenza di recesso relativamente ad azioni quotate, consiste nel fatto che, nel caso in esame, il collocamento delle azioni — non acquistate dagli altri soci — non può avvenire mediante offerta nel mercato, posto che le azioni non sono più quotate (sul punto, v., già, BLANDINI, 275).

4. Il *delisting* puro e l'art. 133 T.u.f. Discussa è la possibilità di considerare ricomprese nell'ambito della norma in esame quelle delibere che hanno (proprio) come oggetto l'esclusione dalla quotazione. In verità, la stessa legittimità di tali deliberazioni risulta controversa (DACCÒ [2], 1362). Da un lato, è stata affermata l'impossibilità di un *delisting* puro, dato che l'ammissione delle azioni alla negoziazione determinerebbe sull'organizzazione della società delle modificazioni che dovrebbero assumere un carattere di irreversibilità (così GUACCERO, 174; alla medesima conclusione pervengono anche BLANDINI, 62; PACE, 139-142; DENTAMARO, 245; MORERA-SCIUTO, 118; DE MARI [1], 139 s.; DE MARI [2], 413, il quale invoca a supporto di detta conclusione l'interesse del mercato a che le società mantengano il loro *status* di quotate e l'interesse degli investitori, dato che il *delisting* rende più difficile liquidare il loro investimento mediante operazioni di mercato; più sfumata la posizione assunta da ANGELICI, 560, per il quale la legittimità di una delibera di *delisting* puro dovrebbe essere confrontata con la disciplina prevista nel testo unico di intermediazione finanziaria e, in particolare, con gli artt. 108 e 111: nei mercati se si intende perseguire un *delisting* — non collegato ad altre vicende dell'impresa sociale — occorrerebbe utilizzare gli strumenti tipici e, principalmente, l'offerta pubblica d'acquisto totalitaria). Dall'altro, si segnala che ne-

gare la possibilità di un *delisting* porterebbe a penalizzare senza un ragionevole motivo sia i soci sia la società (MONTALENTI, 59, il quale aggiunge anche che si arriverebbe alla conclusione che il *delisting* può essere imposto soltanto da soggetti terzi, come l'offerente nel *takeover* o la società di gestione o l'autorità di vigilanza): « vincolare in perpetuo la società alla quotazione delle azioni non si può senza grave lesione della libertà di iniziativa » (OPPO, 490; a favore del *delisting* puro, anche, SPADA, 212; MARASÀ, 787; POMELLI, 416; NOTARI [2], 545; GHETTI, 1445; COSTI, 399; in termini dubitativi, invece, MARCHETTI, 15; CALLEGARI, 1442).

Coloro i quali ritengono legittima una deliberazione di *delisting* puro pervengono poi alla conclusione che, pure in tale caso, dovrebbe operare il diritto di recesso (cfr., ad esempio, NOTARI [2], 545; COSTI, 399): si afferma, infatti, che non avrebbe senso riconoscere il recesso per le delibere che hanno come effetto il *delisting* e non per quelle che l'hanno come oggetto (SPADA, 213; del medesimo avviso, ANGELICI, 560).

Anche l'art. 133 T.u.f. — che, come è noto, riconosce la possibilità per le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani di richiedere (con deliberazione dell'assemblea straordinaria) l'esclusione dalle negoziazioni e l'ammissione su un altro mercato regolamentato italiano o di altro paese dell'Unione europea, purché sia garantita una tutela equivalente degli investitori — non sembra dare indicazioni risolutive sul punto. Da un lato, da tale norma è stato evinto un implicito divieto del *delisting* puro e, cioè, il *delisting* dovrebbe essere consentito soltanto qualora la società deliberi di quotare le azioni in un altro mercato (v., ad esempio, MORERA-SCIUTO, 118, nt. 11) ; dall'altro lato, la stessa è stata interpretata in modo tale da ritenere che essa intenda unicamente fissare le condizioni affinché non operi il recesso, ma che questo non impedisca di affermare che la società possa, comunque, decidere il *delisting* puro, fermo restando che, in questa ipotesi, il recesso dovrà necessariamente essere riconosciuto (NOTARI [2], 546; GHETTI, 1445).

Quello che certamente può essere dedotto dall'art. 133 T.u.f. è che il recesso non sussiste (DACCÒ [1], 1419; GUACCERO, 171, nt. 118, ove ulteriori riferimenti bibliografici) qualora vi sia uno spostamento della quotazione da un mercato all'altro e siano rispettati i requisiti indicati dalla CONSOB: *i.e.* esistenza di una disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria o di altre condizioni atte a garantire una tutela equivalente agli investitori. Più discusso è, invece, se il recesso possa spettare in mancanza di tali requisiti (lo riconoscono, ad esempio, CALLEGARI, 1441 s.; NOTARI [2], 546; v., però, GHETTI, 1447, il quale segnala che, dato l'obbligo di tutti i paesi dell'Unione europea di recepire la direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 21 aprile 2004 n. 2004/25/CE, che impone l'obbligo di offerta pubblica d'acquisto totalitaria, la prospettiva di un mercato europeo, ove manchino tali requisiti, non sembra mantenere grande rilevanza pratica) e, soprattutto, nel caso di passaggio ad un mercato extracomunitario (così PACIELLO, 1141; per il recesso in caso di trasferimento ad un mercato extracomunitario, v., anche, GALLETTI, 1627).

5. *L'ipotesi del listing*. Infine, un ultimo cenno a un'ulteriore questione connessa al tema in esame: è discusso in dottrina se sorga o meno il diritto al recesso nel caso (inverso) di quotazione (ovvero qualora la società ricorra al mercato dei capitali di rischio con diffusione delle azioni tra il pubblico in misura rilevante: su quest'ultima ipotesi, v., per l'esclusione del diritto di recesso, MARASÀ, 781). In argomento è stato, però, convincentemente evidenziato (COSTI, 398; ANGELICI, 559; e, ancora prima, SPADA, 216) che un problema di tutela degli azionisti si pone, almeno espressamente, nel solo caso di *delisting* e non in quello di *listing*. Si è, inoltre, sottolineato che la società per azioni già di per sé aspira alla quotazione e negoziazione delle proprie partecipazioni nel mercato finanziario: sicché l'operazione di *listing* può essere intesa come una sua evoluzione per molti aspetti naturale (ANGELICI, 559; del medesimo avviso anche MARCHETTI, 15, per il quale lo *status* di società quotata per la società per azioni deve essere visto come la regola piuttosto che come l'eccezione, di guisa che il tipo porta con sé, come elemento naturale, la possibilità di quotazione).

Escluso, quindi, che il *listing* comporti automaticamente il diritto di recesso, si è, tuttavia, sottolineato come tale diritto possa, comunque, derivare da eventuali modifiche statutarie necessarie o opportune in vista, per l'appunto, della quotazione (in generale sul tema, DE MARI [1], 75 s.): ad esempio, potrebbe essere necessario eliminare dallo statuto eventuali clausole contemplanti cause di recesso statutarie e/o quelle limitative della circolazione delle azioni, con ciò ponendo in essere delle modifiche statutarie in grado di dar luogo, secondo alcuni (v., ad esempio, MARASÀ, 780), al diritto di recesso.

2437 sexies

(1) **Azioni riscattabili.** — *Le disposizioni degli articoli 2437 ter e 2437 quater si applicano, in quanto compatibili, alle azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci. Resta salva in tal caso l'applicazione della disciplina degli articoli 2357 e 2357 bis.*

(1) V. nota al Capo V.

di **LUCIA CALVOSA**

BIBLIOGRAFIA

ABRIANI [1], *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Giuffrè, 1994; ABRIANI [2], *Gli adeguamenti obbligatori degli statuti delle società di capitali alla riforma del diritto societario*, in *Soc.*, 2003, 1301; ABRIANI [3], *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, IV, t. 1, *Le società per azioni*, Cedam, 2010; ANGELICI [1], *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 2*, Utet, 1991; ANGELICI [2], *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag-along*, in *D. banc. merc. fin.*, 2011, 23; BARCELLONA E., *Clausole di put e call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di correttezza*, Giuffrè, 2004; BENUSSI, *Considerazioni in ordine all'estromissione forzosa del socio nelle società di capitali: esclusione e riscatto*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zamarone*, diretto da Benazzo-Cera-Patriarca, Utet, 2011; BUSANI-SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle*

natura eccezionale, FURGIUELE L. [1], 155 s.; FURGIUELE L. [2], 144 ss.; e lo spunto di ANGELICI [2], 71 e 73; ma, *contra*, favorevoli all'operatività dell'art. 127 bis T.u.f. nelle società « chiuse e dematerializzate » indipendentemente dalla sua natura di eccezione o no e dalla previsione statutaria: DENOZZA, 1764 ss.; D'ARCANGELI, 1159 ss.; per la validità della clausola, MAGLIUOLO, 670; perplesso, GUERRIERI, 703, nt. 23, e 704, nt. 25; sul funzionamento della *record date* per tali società, CAMPOBASSO G.F., 326; FERRARA F. jr-CORSI, 498; MIRONE, 389, nt. 74; ABRIANI, 468; GRIPPO-BOLOGNESI, 90, nt. 336).

Comune al sistema della data della registrazione è, d'altronde, anche l'ambito operativo *ratione temporis* dell'art. 127 bis T.u.f.; tipico profilo di diritto intertemporale, questo, con riferimento al quale deve ritenersi, a norma dell'art. 7 d.lg. 27 gennaio 2010, n. 27, che la disposizione si applichi alle assemblee convocate successivamente al 31 ottobre 2010, potendo e dovendo trovare applicazione a quelle convocate prima la sola disciplina in tema di legittimazione dei soci contenuta nell'art. 2377 c.c. (GUERRIERI, 699 e 700, nt. 11).

127 bis co. 2

- (1) **Annulabilità delle deliberazioni e diritto di recesso.** — 1. (Omissis).
2. *Ai fini dell'esercizio del diritto di recesso previsto dall'articolo 2437 del codice civile, colui a cui favore sia effettuata, successivamente alla data di cui all'articolo 83 sexies, comma 2, e prima dell'apertura dei lavori dell'assemblea, la registrazione in conto delle azioni è considerato non aver concorso all'approvazione delle deliberazioni.*
3. (Omissis).

(1) Articolo inserito dall'art. 3 d.lg. 27 gennaio 2010, n. 27.

di **ALESSANDRA DACCÒ**

BIBLIOGRAFIA

ANGELICI [1], *Note preliminari sulla legittimazione nei titoli azionari*, in *Riv. d. comm.*, 1983, I; ANGELICI [2], *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 2, I, Utet, 1991; ASSONIME, *La nuova disciplina del funzionamento dell'assemblea delle società quotate*, Circolare n. 14/2011, in *Riv. soc.*, 2011; BRUNO, *La direttiva 2007/36/CE relativa all'“esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate” recepita con il d.lg. 27 gennaio 2010, n. 27*, in *FTSE MIB. Evoluzione degli assetti proprietari ed attivismo assembleare delle minoranze*, 2010; CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario, La corporate governance delle società quotate*, 3^a ed., Cedam, 2013; DACCÒ, *Il recesso nelle società con azioni quotate tra esigenze dei mercati finanziari ed esigenze dell'attività imprenditoriale*, in *Società, banche e crisi d'impresa, Liber amicorum Pietro Abbadessa*, diretto da Campobasso, Cariello, Di Cataldo, Guerrero, Sciarrone Alibrandi, Utet, 2014; D'ALESSANDRO, *“Fattispecie” e “disciplina” del titolo azionario. (Premesse metodologiche ad uno studio sui titoli di partecipazione)*, in *Riv. d. civ.*, 1971, I; DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting e “proprietà nascosta” di azioni*, in *Riv. d. soc.*, 2010; DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Giuffrè, 2005; DENOZZA, *Art. 127 bis*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, II, Utet, 2012; EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I; FURGIUELE [1], *La disciplina dell'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate alla luce dell'art. 7 della Direttiva 36/2007/CE*, in *Riv. d. comm.*, 2008, I; FURGIUELE

[2], Record date ed esercizio dei poteri di impugnazione e recesso, in *Riv. d. comm.*, 2011, I; FURGIUELE [3], Trasferimento della partecipazione e legittimazione all'esercizio dei diritti nelle società di capitali, Giuffrè, 2012; GALLETTI, Il recesso nelle società di capitali, Giuffrè, 2000; GEIS, An Appraisal Puzzle, in *Northwestern Univ. Law Rev.*, 2011, 105; GRIPPO, Il recesso del socio, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 6, I, Utet, 1993; GUERRIERI, Art. 127 bis, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2011; GUZZI, Il titolo azionario come strumento di legittimazione, Giuffrè, 2000; LUCANTONI, Il voto in assemblea. Dall'organizzazione al mercato, Giappichelli, 2012; MAUGERI, Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione azionaria, in *Riv. d. comm.*, 2011, I; MINERVINI, Sulla legittimazione all'esercizio del diritto di recesso nelle società per azioni, in *Rassegna economica. Pubblicazione quadrimestrale del Banco di Napoli*, 1963; MONTALENTI-BALZOLA, La società per azioni quotata, in *Le nuove s.p.a.*, diretta da Cagnasso e Panzani, II, Zanichelli, 2010; PRESTI, Questioni in tema di recesso nelle società di capitali, in *G. comm.*, 1982, I; RUSSO, Art. 127 bis, in *Commentario T.u.f.*, a cura di Vella, t. II, Giappichelli, 2012; SACCHI, Voto in base alla data di registrazione e voto per delega dopo l'attuazione della Direttiva azionisti, in *G. comm.*, 2012, I; SECONDO, L'attuazione della direttiva "record date": profili di criticità e soluzioni interpretative (seconda parte), in *Nuovo dir. soc.*, 2011, 3; TUCCI, Acquisto a termine di azioni immesse in gestione accentrata ed esercizio del diritto di recesso, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, II; VANONI, Abuso d'informazioni privilegiate, competenza territoriale e luogo di acquisizione della titolarità di strumenti finanziari negoziati in Borsa: la conferma di molte incertezze, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, II.

SOMMARIO

1. La direttiva 2007/37/CE, l'introduzione della *record date* e la non menzione del diritto di recesso. —
2. La soluzione adottata dal legislatore italiano. — 3. Aspetti problematici. — 4. Nessi.

1. La direttiva 2007/37/CE, l'introduzione della *record date* e la non menzione del diritto di recesso. La direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, ha, come è noto, permesso l'introduzione nell'ordinamento italiano del sistema della *record date*. In forza di tale sistema, può accadere che legittimato ad esercitare il diritto di voto in assemblea sia un soggetto che non ha più la titolarità delle azioni (o di parte di queste) avendole cedute prima dell'assemblea, ma dopo la *record date*. Le vicende circolatorie, successive alla data di registrazione, risultano così irrilevanti ai fini della individuazione del soggetto legittimato ad esercitare il diritto di voto. Il legislatore comunitario non si è, invece, occupato di chiarire se ed a chi spetti il diritto di recesso in tali circostanze. In mancanza di alcuna indicazione in proposito, si poteva, così, scegliere tra **diverse opzioni** (in verità, in altri paesi il problema non è stato in alcun modo affrontato, lasciando all'interprete la soluzione della questione). La prima opzione, che era stata adottata nel primo documento di consultazione ministeriale (CHIAPPETTA, 101; e v., pure, RUSSO, 1390), consiste nel **negare il diritto di recesso** al soggetto acquirente delle azioni dopo la *record date* e prima dell'assemblea. Detta soluzione presenta come aspetto positivo il fatto che così si mette al riparo la società da acquisti, effettuati successivamente alla *record date*, in ipotesi finalizzati a mere azioni opportunistiche (CHIAPPETTA, 101). Come inconveniente si segnala, però, la disincentivazione dei trasferimenti, in quanto, a seguito della cessione della partecipazione, l'acquirente risulterebbe privo — non solo della legittimazione ad esercitare il diritto di voto in assemblea ma, anche, — del diritto di recesso (FURGIUELE [1], 1013; FURGIUELE [2], 170; FURGIUELE [3], 114). E proprio questo inconveniente ha portato il legislatore italiano a scartare la soluzione precedentemente proposta. In definitiva, l'obiettivo di rimuovere ogni osta-

colo alla circolazione delle azioni, in prossimità dell'assemblea, ha indotto il legislatore a modificare la propria posizione (FURGIUELE [3], 114). La seconda opzione consiste, appunto, nell'**attribuire il diritto di recesso** all'acquirente. Assegnando il diritto di recesso al socio divenuto tale successivamente alla *record date*, gli si riconosce la possibilità di reagire ad una decisione assembleare alla quale egli non ha potuto prendere parte, "monetizzando" l'investimento ad un valore già noto e che non tiene conto dell'operazione in corso. Suddetta seconda opzione avrebbe potuto essere modulata in diversi modi. Innanzitutto, il diritto di recesso avrebbe potuto essere "condizionato" al voto espresso dal soggetto registratosi prima della *record date*. Tale soluzione avrebbe presentato, però, la difficoltà di accertare il fatto, dato l'anonimato delle contrattazioni (MONTALENTI-BALZOLA, 1868; sull'impossibilità di conoscere il dante causa nelle negoziazioni che avvengono sui mercati v., già, GUIZZI, 92, nota 51; cfr., però, le interessanti considerazioni di VANONI, 205, in merito alla negoziazione per conto terzi e alla possibilità di individuare i soggetti ordinanti l'acquisto e la vendita). Diversamente, si sarebbe potuto considerare la soluzione recentemente proposta dalla *Delaware Chancery Court* (Del. Ch. May 2, 2007). Negli Stati Uniti, per poter esercitare il *right of appraisal* occorre (tra l'altro) essere soci prima dell'assemblea e non aver espresso voto favorevole all'operazione. In un noto caso, c.d. *Transkaryotic*, si è posto il problema di decidere se ed in che termini possa esercitare l'*appraisal* un soggetto non legittimato ad esercitare il diritto di voto, avendo acquistato le azioni dopo la *record date* (ma prima dell'assemblea). La *Chancery Court* ha ritenuto che l'*appraisal* non possa essere negato in capo al nuovo acquirente, pur essendo necessario porre un limite "quantitativo": il numero complessivo delle azioni per le quali si esercita l'*appraisal* non deve essere superiore rispetto a quello complessivo delle azioni per le quali non vi è stato un voto favorevole (sul punto, v. GEIS, 1635 s.). Infine, si sarebbe potuto attribuire all'acquirente delle azioni il diritto di recesso incondizionatamente e senza alcun limite e, questa, è stata appunto la scelta attuata dal legislatore italiano (DACCÒ, 1369).

2. La soluzione adottata dal legislatore italiano. In forza dell'art. 127 bis co. 2 T.u.f. colui a cui favore venga effettuata la registrazione in conto delle azioni successivamente alla *record date*, ma prima dell'apertura dei lavori dell'assemblea, deve essere considerato come soggetto che non ha concorso all'approvazione della deliberazione ai fini dell'esercizio del diritto di recesso.

Per poter esercitare il suddetto diritto occorre, quindi, che la **registrazione** avvenga **prima dell'apertura dei lavori dell'assemblea**: conseguentemente, il diritto di recesso deve essere negato a chi abbia acquistato le azioni dopo l'apertura dei lavori (MAUGERI, 142; EREDE, 82, nt. 56; GUERRIERI, 704 s., il quale, però, *de iure condendo* suggerisce di attribuire il recesso anche a coloro che abbiano acquistato dopo l'assemblea, ma prima dell'iscrizione della delibera nel registro delle imprese, a meno che non si provi che, in concreto, fossero — o potessero essere — a conoscenza del suo contenuto), in conformità a quanto sostenuto in passato dalla prevalente (anche se non unanime) giurisprudenza, teorica e pratica, per la quale

la qualità di socio deve sussistere al momento della deliberazione modificativa (MINERVINI, 681; seguito poi da GRIPPO, 173, nt. 119; PRESTI, 103, nt. 9; in giurisprudenza, v. Cass., 8 novembre 2005, n. 21641, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, 1 s.; Cass., 18 luglio 2007, n. 15957, in *Soc.*, 2008, 980 s.; App. Milano, 12 marzo 2002, in *Riv. d. comm.*, 2003, II, 133 s.; Trib. Taranto, 15 novembre 2000, in *Soc.*, 2001, 231 s.; Trib. Milano, 3 luglio 2001, in *Riv. d. priv.*, 2001 II, 693. Di diverso avviso, Trib. Lecco, 30 novembre 2000, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, II, 314 s., ove si afferma che il diritto di recesso spetta anche all'azionista che abbia acquistato i titoli in una data successiva all'assemblea, purché nei termini di cui all'art. 2437 c.c.).

Il recesso non può, poi, essere esercitato dal soggetto, registratosi anticipatamente alla *record date*, che abbia ceduto le azioni prima dell'apertura dei lavori (così, pure, DENOZZA, 1767; diversamente, ASSONIME, 512, ove si paventa un conflitto tra più legittimati: venditore ed acquirente).

Resta tuttavia da chiarire cosa si intenda per **apertura dei lavori assembleari**: in proposito, è stato correttamente segnalato che il tenore letterale della norma sembra fare riferimento alla data ed orario di inizio della seduta assembleare, così che, in caso di cessione delle azioni intervenuta prima della deliberazione e della chiusura dell'assemblea, ma ad assemblea iniziata, la posizione del nuovo acquirente non sarebbe tutelata *ex art. 127 bis T.u.f.* (RUSSO, 1392).

La norma in esame specifica, infine, che l'acquirente deve essere considerato come soggetto che non ha concorso all'approvazione della deliberazione "ai fini dell'esercizio del diritto di recesso previsto dall'art. 2437 c.c.". Ci si domanda quale sia il significato del riferimento al solo art. 2437 c.c. Non sono, ad esempio, richiamati i casi di recesso di cui all'art. 2437 *quinquies* c.c. e all'art. 2497 *quater* c.c. È anche vero che tale ultima norma non solo rinvia (a sua volta) alle disposizioni previste per il diritto di recesso del socio nelle società per azioni e, quindi, anche all'art. 2437 c.c., ma che le ipotesi di recesso previste nell'art. 2497 *quater* c.c. prescindono dall'adozione di deliberazioni assembleari della società in relazione alla quale si esercita il recesso (così: RUSSO, 1393).

Da ultimo, è stato proposto di ritenere la regola stabilita dall'art. 127 bis co. 2 T.u.f. applicabile anche nel caso, consentito dal co. 3 dell'art. 83 *sexies* T.u.f., di ricorso volontario al sistema della data di registrazione (v., tra gli altri, DENOZZA, 1768; ad una medesima conclusione, seppure con diverse argomentazioni, FURGIUELE [2], 171 s.).

3. Aspetti problematici. In generale, la soluzione adottata dal legislatore italiano se, da un lato, è stata valutata positivamente in forza del fatto che, così facendo, la condotta assunta dal venditore in assemblea non costituisce un deterrente all'investimento e, quindi, non si creano ostacoli alla circolazione delle partecipazioni (in senso adesivo a tale impostazione, BRUNO, 69 s.); dall'altro, non ha mancato di dare luogo a diverse **critiche** sia sotto un **profilo sistematico**, sia per i rischi cui essa può dar luogo (DACCÒ, 1371).

In merito al primo profilo, può essere sufficiente osservare che l'art. 127 bis co. 2 T.u.f. introduce un aspetto (apparentemente) nuovo nel senso — non solo di ritenere (come già a seguito della riforma del 2003 era stato proposto da FURGIUELE [1], 1024; FURGIUELE [2], 173; FURGIUELE [3], 108; seguita poi da SECONDO, 47) che il recesso non sia più legato in modo indissolubile all'espressione del voto, ma, addirittura, — di non dare rilevanza alcuna all'eventuale voto positivo espresso in assemblea dal soggetto legittimato in base alla *record date*. Un problema analogo (c.d. di "coerenza") era già stato studiato in precedenza sia da coloro i quali si erano occupati del recesso in caso di pegno o usufrutto delle azioni (GALLETTI, 250, nota 233; PRESTI, 105; e, da ultimo, MAUGERI, 226), sia da coloro i quali (per vero: una parte minoritaria della dottrina) sostenevano che pure il soggetto divenuto socio dopo l'assemblea avesse diritto di voto e che, quindi, dovevano confrontarsi con il problema di verificare se ed in che termini, però, il diritto di recesso potesse essere "pregiudicato" dal voto espresso dal dante causa. Ad una tesi volta a sostenere che la società non avrebbe potuto subire comportamenti contraddittori (GALLETTI, 249; DELLI PRISCOLI, 209, nt. 16), se ne contrapponeva un'altra in forza della quale il socio non avrebbe potuto sopportare alcuna preclusione derivante dalla condotta assembleare del suo dante causa (TUCCI, 314 s.). Inoltre, e in termini più generali, si sottolineava che, nel trasferimento delle partecipazioni, i c.d. diritti amministrativi (nell'ambito dei quali si faceva rientrare pure il diritto di recesso) non si trasmettono ma questi, o almeno alcuni di essi, vengono acquisiti sempre e soltanto a titolo originario dal NUOVO SOCIO (D'ALESSANDRO, 507, nt. 6; ripreso, poi, da ANGELICI [1], 62, nt. 67; ANGELICI [2], 105). La possibilità di esercitare determinati diritti sociali sarebbe, quindi, una conseguenza che la legge riconnette alla titolarità delle azioni e non ad un "trasferimento" della posizione contrattuale dell'alienante (TUCCI, 314 s.).

Ora, in relazione alle società con azioni quotate, il legislatore, come si è detto, prende posizione in proposito e chiaramente propende per la soluzione in base alla quale occorre prescindere dal voto espresso in sede assembleare dal soggetto registrato (LUCANTONI, 150). La citata soluzione presenta, però, il **rischio** che si possa verificare, con delle conseguenze negative per la società, un **recesso c.d. di massa** (GUERRIERI, 701; RUSSO, 1390) da parte di quei soggetti interessati a beneficiare dell'eventuale differenza tra valore di rimborso e prezzo pagato per le azioni dopo la *record date*. Vi è, poi, la possibilità che si realizzino pure degli **abusi** (per una esemplificazione v., ancora, RUSSO, 1391; sulla scia di DE LUCA, 339, il quale ritiene invocabile l'eccezione di dolo al fine di paralizzare l'esercizio del diritto di recesso): un soggetto — che intende concorrere ad assumere una deliberazione, ma vuole anche garantirsi il diritto di recesso — si accorda con il soggetto registrato su come esercitare il diritto di voto e, poi, acquista la partecipazione prima dell'assemblea, lasciandosi, così, aperta la successiva possibilità di recedere. È pur vero che, nel caso di specie, non solo la società (*rectius*, l'assemblea dei soci, nella quale è discusso se possa partecipare, esercitando il diritto di voto, il recedente) può sempre revocare la delibera per evitare le conseguenze di un eventuale recesso (con il problema, però, di non dare luogo ad operazioni che, sotto altri profili, potrebbero risultare positive per la società), ma che, in presenza di circo-

stanze patologiche, come quella appena descritta, è stata sostenuta l'applicazione dei principi sull'abuso del diritto; principi invocabili (solo) qualora si voglia ritenere che il recesso sia necessariamente "collegato" ad una posizione di non assenso (DENOZZA, 1767).

4. **Nessi.** Art. 2437 c.c.; art. 83 *sexies* d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58.

127
ter

(1) Diritto di porre domande prima dell'assemblea. — 1. *Coloro ai quali spetta il diritto di voto possono porre domande sulle materie all'ordine del giorno anche prima dell'assemblea. Alle domande pervenute prima dell'assemblea è data risposta al più tardi durante la stessa. La società può fornire una risposta unitaria alle domande aventi lo stesso contenuto.*

1 bis. *L'avviso di convocazione indica il termine entro il quale le domande poste prima dell'assemblea devono pervenire alla società. Il termine non può essere anteriore a tre giorni precedenti la data dell'assemblea in prima o unica convocazione, ovvero a cinque giorni qualora l'avviso di convocazione preveda che la società fornisca, prima dell'assemblea, una risposta alle domande pervenute. In tal caso le risposte sono fornite almeno due giorni prima dell'assemblea anche mediante pubblicazione in una apposita sezione del sito Internet della società.*

2. *Non è dovuta una risposta, neppure in assemblea, alle domande poste prima della stessa, quando le informazioni richieste siano già disponibili in formato "domanda e risposta" nella sezione del sito Internet della società indicata nel comma 1 bis ovvero quando la risposta sia stata pubblicata ai sensi del medesimo comma.*

3. *Si considera fornita in assemblea la risposta in formato cartaceo messa a disposizione, all'inizio dell'adunanza, di ciascuno degli aventi diritto al voto.*

⁽¹⁾ Articolo inserito dall'art. 3, comma 10, d.lg. 27 gennaio 2010, n. 27 e, successivamente, sostituito dall'art. 3, comma 7, d.lg. 18 giugno 2012, n. 91, come corretto con Comunicato 5 luglio 2012.

di **ANDREA TUCCI**

BIBLIOGRAFIA

ABBADESSA, *Deliberazioni senza assemblea nelle società di capitali*, in *Riv. d. comm.*, 1968, I; ABRIANI, *Il "pungolo gentile" dell'assemblea "mite" tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria. Prime riflessioni sull'attuazione in Italia della Direttiva 2007/36*, in *Scritti in onore di Marcello Foschini*, Cedam, 2011, 173; ANGELICI, *Note in tema di procedimento assembleare*, in *Riv. not.*, 2005, I; BELVISO, *L'informazione dei soci nelle società con azioni quotate (art. 130 d.lg. 24 febbraio 1998 n. 58)*, in *Riv. soc.*, 2000, 828; BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Morano, 1960; BUSANI, *Il diritto di porre domande prima dell'assemblea e l'obbligo della società di rispondere*, in *Soc.*, 2011, 432; BUTTARO, *In tema di inesistenza di deliberazione assembleare per difetto di maggioranza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1962, I; CANDIAN AUR., *Il potere del socio di parlare in assemblea*, in *Temì*, 1962; FOSCHINI [1], *Il diritto dell'azionista all'informazione*, Giuffrè, 1959; FOSCHINI [2], *Sul diritto di discussione in assemblea*, in *Riv. soc.*, 1962, 54; GUIDOTTI-PASQUARIELLO, *Art. 127 ter*, in *Commentario T.u.f.*, a cura di Vella, Giappichelli, 2012, 1396; GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *Riv. d. soc.*, 2011, 2; LENER R.-TUCCI A., *Società per azioni. L'assemblea*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da Buonocore, diretto da Costi, Giappichelli, 2012; LIBONATI, *Il ruolo dell'assemblea nel rapporto tra azionisti e società quotate*, in *Riv. soc.*, 2001, 86; MARCHETTI, *In tema di*

€ 310,00
I DUE TOMI

000146



© Giuffrè Francis Lefebvre – Copia riservata all'autore