

Luigi Ardizzone, Corrado Malberti

Il diritto di recesso nelle operazioni straordinarie transfrontaliere

(doi: 10.4478/114237)

Osservatorio del diritto civile e commerciale (ISSN 2281-2628)

Fascicolo 1, gennaio 2024

Ente di afferenza:

Università degli studi di Brescia (unibs)

Copyright © by Società editrice il Mulino, Bologna. Tutti i diritti sono riservati.

Per altre informazioni si veda <https://www.rivisteweb.it>

Licenza d'uso

L'articolo è messo a disposizione dell'utente in licenza per uso esclusivamente privato e personale, senza scopo di lucro e senza fini direttamente o indirettamente commerciali. Salvo quanto espressamente previsto dalla licenza d'uso Rivisteweb, è fatto divieto di riprodurre, trasmettere, distribuire o altrimenti utilizzare l'articolo, per qualsiasi scopo o fine. Tutti i diritti sono riservati.

Il diritto di recesso nelle operazioni straordinarie transfrontaliere*

Luigi Ardizzone, Corrado Malberti

The Right of Withdrawal in Cross-Border Operations

This article examines the rules on the right of withdrawal and sell out provided by Italian law in the context of cross-border operations after the transposition of Directive (EU) 2019/2121. First, we analyse the right of withdrawal and sell out in the light of the evolution of European company law, taking into account in particular the rules on domestic mergers and divisions, on *Societas Europaea* and *Societas Cooperativa Europaea*, and on cross-border mergers. We then provide a detailed analysis of the right of withdrawal and sell-out, as enacted in Directive (EU) 2019/2121 and transposed into Italian law by Legislative Decree 19/2023, separately considering cross-border conversions, mergers and divisions. Following this analysis, we address the delicate issue of coordination between the national and harmonised rules on the right of withdrawal and sell-out, providing guidance on how to resolve the possible conflicts that may arise in the application of these different shareholder protection instruments.

Keywords: Mergers, Divisions, Cross-Border Operations, Withdrawal, Sell-Out.

1. Introduzione: la tutela dei soci nella direttiva (UE) 2019/2121

La direttiva (UE) 2019/2121 ha introdotto nel nostro ordinamento nuove regole sulle operazioni straordinarie transfrontaliere. Obiettivo di questa normativa è, da un lato, quello di perfezionare le disposizioni della direttiva 2005/56/CE sulle fusioni transfrontaliere e, dall'altro, quello di introdurre negli ordinamenti degli Stati membri due nuove operazioni straordinarie transfrontaliere, vale a dire la trasformazione e la scissione. L'idea di introdurre regole specifiche sulle scissioni transfrontaliere si pone nel solco dell'evoluzione del diritto unionale, che ha visto dapprima un'armonizzazione delle fusioni nazionali (direttiva 78/855/CEE) per poi concentrarsi sulle scissioni nazionali (direttiva 82/891/CEE)¹ e quindi introdurre, successiva-

** Benché questo articolo sia il frutto di riflessioni comuni, i parr. da 1 a 10 sono da attribuire a Corrado Malberti, mentre i parr. 11 e 12 a Luigi Ardizzone.*

¹ Si deve comunque dare atto che, ancora oggi, il diritto dell'Unione europea non impone agli Stati membri l'introduzione di una disciplina sulle scissioni nazionali, ma, più sem-

mente, regole sulle fusioni transfrontaliere (direttiva 2005/56/CE). L'idea di armonizzare le trasformazioni transfrontaliere, invece, è emersa soltanto da pochi anni, in quanto la storia di queste operazioni, almeno sotto questa etichetta, è piuttosto recente, dal momento che esse, in precedenza, venivano inquadrate – almeno approssimativamente – nell'ambito delle operazioni di trasferimento di sede sociale da o verso l'estero².

In questo quadro articolato si deve ricordare che anche il Regolamento (CE) n. 2157/2001 sulla *Societas Europaea* e il Regolamento (CE) n. 1435/2003 sulla *Societas Cooperativa Europaea* contengono disposizioni sulle operazioni straordinarie ed in particolare sulle fusioni transfrontaliere. Nell'ambito delle operazioni previste dalla direttiva (UE) 2019/2121, poi, questi regolamenti meritano attenzione anche perché essi, oltre a non fare riferimento alla trasformazione transfrontaliera, parlano di trasferimento di sede sociale e non qualificano quindi il trasferimento della società in un altro paese come trasformazione transfrontaliera³.

In questo contesto, una delle novità più interessanti della direttiva (UE) 2019/2121 è indubbiamente l'introduzione di tre diversi articoli dedicati alla tu-

plicemente, stabilisce regole armonizzate nel caso in cui un paese decida di consentire queste operazioni. In questo senso, per tutti, si vedano, M. Lutter, W. Bayer, J. Schmidt, *Europäisches Unternehmens- und Kapitalmarktrecht*, Berlin-Boston, 2018, 6. Auf., p. 687; S. Stiegler, *Innerstaatliche Spaltungen*, in S. Jung, P. Krebs, S. Stiegler (a cura di), *Gesellschaftsrecht in Europa*, Baden-Baden, 2019, 1. Auf., pp. 1700 ss., 1701 s.; K. Bader, A. Börner, *Comment on Article 135*, in P. Kindler, J. Lieder (a cura di), *Corporate Law. Article-by-Article Commentary*, Baden-Baden-München-Oxford, pp. 688 ss., 689, i quali rilevano anche che la natura opzionale delle regole di armonizzazione sulle scissioni è probabilmente imputabile al fatto che la 6^a direttiva si poneva come obiettivo quello di evitare possibili aggiramenti di quanto previsto per le fusioni dalla 3^a direttiva. In effetti, il quarto considerando della direttiva 82/891/CEE, che però non è stato codificato nella direttiva (UE) 2017/1132, affermava che, «a causa delle simiglianze esistenti tra le operazioni di fusione e di scissione, il rischio che le garanzie fornite nei confronti delle fusioni dalla direttiva 78/855/CEE siano eluse potrà essere evitato soltanto introducendo una protezione equivalente in caso di scissione». Per raggiungere questo obiettivo specifico, certamente, non si rende necessario richiedere agli Stati membri di consentire l'effettuazione di scissioni nei rispettivi ordinamenti.

² È opportuno ricordare che, nel diritto dell'Unione europea, i riferimenti all'operazione di «trasformazione transfrontaliera» sono recenti e, sostanzialmente, possono essere fatti risalire alla sentenza nel caso C-378/10 VALE Építési kft., deciso dalla Corte di giustizia il 12 luglio 2012.

³ Sul trasferimento transfrontaliero di sede nella *Societas Europaea* si vedano, ad esempio, M. Lutter, W. Bayer, J. Schmidt, *Europäisches Unternehmens-*, cit., pp. 1753 ss.; H. Gesell, N. Berjasevic, *Europäische Aktiengesellschaft (SE – Societas Europaea)*, in S. Jung, P. Krebs, S. Stiegler (a cura di), *Gesellschaftsrecht in Europa*, cit., pp. 181 ss., 267 ss.; per la *Societas Cooperativa Europaea* si vedano, invece, M. Lutter, W. Bayer, J. Schmidt, *Europäisches Unternehmens-*, cit., p. 1845; S. Jung, M. Matejek, *Europäische Genossenschaft (SCE – Societas Cooperativa Europaea)*, in S. Jung, P. Krebs, S. Stiegler (a cura di), *Gesellschaftsrecht in Europa*, cit., pp. 350 ss., 397 ss.

tela dei soci nelle operazioni di mobilità transfrontaliera⁴. In particolare, queste disposizioni regolano in modo simile, ma non del tutto coincidente, il diritto dei soci di trasferire le proprie partecipazioni in cambio di un'adeguata liquidazione in denaro. Queste previsioni, che nel diritto italiano evocano soprattutto il diritto di recesso, meritano attenzione per diverse ragioni. In primo luogo, esse forniscono un valido strumento di tutela per i soci delle società che partecipano ad operazioni di mobilità transfrontaliera, imponendo però un onere alle società con possibili ricadute anche sulla loro libertà di stabilimento. Questa normativa, poi, inserendosi nel nostro diritto nazionale, deve essere coordinata con gli strumenti di *exit* già previsti nel nostro paese ed in particolare, da un lato, con il diritto di recesso come disciplinato, soprattutto, nel codice civile e, dall'altro, con il diritto di far acquistare le partecipazioni di cui agli artt. 2505-*bis* e 2506-*bis* c.c. Infine, la nuova normativa armonizzata potrebbe avere un impatto duraturo sull'evoluzione del diritto di recesso nel nostro ordinamento, perché il legislatore europeo, in futuro, potrebbe prendere spunto proprio da queste regole nel caso in cui decida di rafforzare le tutele dei soci in altri ambiti. Infine, in ogni caso, anche il nostro legislatore, qualora decida di rielaborare le regole sul recesso, non potrà certamente ignorare l'*acquis* unionale.

2. Il diritto di recesso nell'evoluzione del diritto societario dell'Unione europea: il recesso nei lavori preparatori della 3^a direttiva

Prima di esaminare la direttiva e il suo decreto di recepimento, è opportuno analizzare i pochi riferimenti che il diritto societario dell'Unione europea ha riservato al recesso e al diritto di far acquistare le partecipazioni dei soci, soffermandosi in particolare su quanto previsto per le operazioni straordinarie.

Procedendo con ordine, esaminando i lavori preparatori del diritto societario armonizzato, il recesso venne evocato nel corso delle discussioni sulla 3^a direttiva in relazione a due diverse disposizioni, che, attualmente, sono codificate agli artt. 105 e 114 direttiva (UE) 2017/1132. Il primo di questi articoli riguarda gli effetti della fusione e stabilisce che, tra l'altro, detta operazione comporti che «gli azionisti della società incorporata divengono azionisti della società incorporante». La seconda di queste previsioni, invece, relativa alla fusione mediante incorporazione da parte di una società che è titolare del novanta per cento o più delle azioni della società incorporata, stabilisce che gli Stati membri possano prevedere una procedura di fusione

⁴ Il riferimento è agli attuali artt. 86 *decies*, 126 *bis* e 160 *decies* della direttiva (UE) 2017/1132..

semplificata se «gli azionisti di minoranza della società incorporata hanno il diritto di fare acquistare le loro azioni dalla società incorporante». La prima di queste due disposizioni, in effetti, potrebbe essere ritenuta difficilmente riconciliabile con il riconoscimento in capo ai soci del diritto di recesso. La seconda, invece, sembra escludere, o comunque non contempla espressamente, la possibilità che il diritto di far acquistare le partecipazioni possa essere soddisfatto mediante l'istituto del recesso.

Per ovviare a questi inconvenienti, il verbale del Consiglio che approvò il testo finale della 3^a direttiva conteneva due dichiarazioni. La prima affermava che, secondo il Consiglio, la regola per cui gli azionisti della società incorporata divengono azionisti della società incorporante «non arreca pregiudizio alle disposizioni degli Stati membri che prevedono un diritto di recesso, a favore degli azionisti minoritari, in caso di fusione»⁵. La seconda, invece, relativa alla fusione mediante incorporazione da parte di una società titolare del novanta per cento o più delle azioni della società incorporata e richiesta dalla delegazione italiana con il sostegno della Commissione, affermava che la necessità di riconoscere il diritto di far acquistare le partecipazioni, al fine di potersi avvalere della procedura semplificata, dovrebbe ritenersi «pienamente soddisfatta se una disposizione di uno Stato membro prevede l'esercizio del diritto di recesso a favore degli azionisti»⁶. La 3^a direttiva, quindi, seppur non in modo espresso, riconosceva – almeno indirettamente – la possibilità per un ordinamento nazionale di prevedere un diritto di recesso nelle operazioni straordinarie.

3. (Segue) Le discussioni sul recesso nei lavori preparatori della 6^a direttiva

Ugualmente interessante è poi l'esame dei lavori preparatori della 6^a direttiva sulle scissioni nazionali. Nel corso di questi lavori, in particolare, il governo

⁵ Più precisamente, si veda, Consiglio delle Comunità europee, *Nota R/2337/78 (ES 109)*. *Allegato*, 3 Bruxelles, 5 ottobre 1978, documento HICA.H.CM2.1978.593.11, disponibile sul sito internet <https://webportal.consilium.europa.eu/Case/suchinfo.aspx>, pp. 1 ss., in cui si ricorda che, in sede di approvazione finale, il Consiglio era invitato ad adottare, iscrivendola nel verbale, anche la seguente dichiarazione: «Il Consiglio costata che il paragrafo 1, lettera b) non arreca pregiudizio alle disposizioni degli Stati membri che prevedono un diritto di recesso, a favore degli azionisti minoritari, in caso di fusione».

⁶ Sul punto si veda, *ibidem*, p. 4, in cui si dà atto anche della richiesta di inserimento della seguente dichiarazione: «La delegazione italiana considera che la condizione prevista alla lettera a) è pienamente soddisfatta se una disposizione di uno Stato membro prevede l'esercizio del diritto di recesso a favore degli azionisti. I rappresentanti della Commissione hanno appoggiato tale considerazione».

italiano rilevò che, qualora non fosse stata prevista una regola di attribuzione proporzionale delle azioni ai soci, sarebbe stato necessario introdurre un diritto di recesso⁷. Ciononostante, le altre delegazioni e la Commissione affermarono che la necessità di una tale previsione non era necessaria e comunque poteva essere introdotta dal diritto interno⁸. Di conseguenza, facendo riferimento alla dichiarazione resa in sede di approvazione della 3^a direttiva, di cui si è dato conto nelle pagine precedenti, si suggeriva, se del caso, di risolvere la questione come era stato fatto al tempo dell'approvazione della direttiva sulle fusioni nazionali⁹.

Nonostante queste discussioni, tutti questi rilievi non ebbero seguito al momento dell'approvazione della direttiva, probabilmente anche perché la questione della tutela dei soci nelle scissioni non proporzionali era stata risolta con l'introduzione di quello che oggi è l'art. 132, par. 2, direttiva 2017/1132. Questo paragrafo, infatti, prevede che, se «le azioni delle società beneficiarie sono attribuite agli azionisti della società scissa non proporzionalmente ai loro diritti nel capitale di tale società, gli Stati membri possono prevedere che gli azionisti minoritari di quest'ultima possano esercitare il diritto di far acquistare le loro azioni». In sostanza, l'art. 132, par. 2, direttiva 2017/1132, riconosce agli ordinamenti nazionali la possibilità di introdurre un diritto di *exit* nelle scissioni non proporzionali, senza però fare espresso riferimento al diritto di recesso.

L'esame della storia della 3^a e della 6^a direttiva è interessante per diverse ragioni. Innanzitutto è utile ricordare che il diritto di far acquistare le partecipazioni di cui agli artt. 2505-*bis* e 2506-*bis* c.c. trova fondamento nel diritto dell'Unione europea. Inoltre, mentre per il diritto di acquisto previsto dall'art. 2505-*bis* c.c. la delegazione italiana aveva richiesto la facoltà di dare attuazione a questa tutela con il recesso, per la scissione non proporzionale questa possibilità, all'esito dei lavori preparatori, non era stata recepita in modo espresso.

⁷ Così, infatti, è indicato in, Consiglio delle Comunità europee, *Relazione del Gruppo «Problemi economici» (Stabilimento e Servizi) al Comitato dei Rappresentanti Permanenti (11620/80)*, Bruxelles, 28 novembre 1980, documento HICA.H.CM2.1982.642.3, disponibile sul sito internet <https://webportal.consilium.europa.eu/Case/suchinfo.aspx>, p. 9, in cui si ricorda che la «delegazione italiana ha chiesto che sia seguito il principio della proporzionalità. Ove non fosse possibile, la direttiva dovrebbe obbligatoriamente prevedere il diritto di recesso per gli azionisti minoritari».

⁸ *Ibidem*.

⁹ Si veda, ancora, *ibidem*, in cui si suggeriva, se del caso, di prevedere, come per la 3^a direttiva, una dichiarazione in sede di adozione del provvedimento avente il seguente tenore letterale, «[i]l Consiglio costata che gli articoli 2 paragrafo 1, 15 paragrafo 1 lettera b) e 18 paragrafo 1 non arrecano pregiudizio alle disposizioni degli Stati membri che prevedono un diritto di recesso a favore degli azionisti minoritari in caso di scissione».

4. (Segue) Il recesso nella *Societas Europaea*

Passando al diritto societario uniforme, e senza dilungarsi sul GEIE¹⁰, si può notare che il Regolamento (CE) n. 2157/2001 non contiene riferimenti diretti né al recesso né al diritto dei soci di trasferire le proprie partecipazioni. Ciononostante, questo regolamento contiene diverse disposizioni relative alla tutela dei soci di minoranza. Nello specifico, per quanto riguarda il trasferimento della sede in un altro Stato membro, il Considerando (24) di questo regolamento stabilisce che debba essere riconosciuta un'adeguata e congrua tutela degli interessi degli azionisti di minoranza. Di conseguenza, per dare effetto a questa necessità, a norma dell'art. 8, par. 5, Regolamento (CE) n. 2157/2001, gli Stati membri possono adottare provvedimenti volti a garantire un'adeguata protezione degli interessi degli azionisti di minoranza che si sono pronunciati contro il trasferimento della sede della società all'estero.

Un altro strumento di tutela dei soci, che evoca il recesso, può essere poi individuato nell'art. 34 Regolamento (CE) n. 2157/2001, in forza del quale, in relazione alla costituzione di una SE *holding*, è consentito agli Stati membri di adottare disposizioni intese a garantire la tutela dei soci di minoranza contrari a detta operazione.

Significative sono poi le disposizioni sulla costituzione della *Societas Europaea* mediante fusione. Anche in questo caso, infatti, si consente agli Stati membri (art. 24, par. 2, Regolamento (CE) n. 2157/2001) di adottare disposizioni volte a garantire la tutela degli azionisti di minoranza che si sono pronunciati contro la fusione¹¹.

¹⁰ L'art. 27 Regolamento (CEE) n. 2137/85, in effetti, fa riferimento al recesso e stabilisce che questo diritto può essere esercitato «alle condizioni previste nel contratto di gruppo o, in mancanza di disposizioni contrattuali, con l'accordo unanime degli altri membri». In argomento si vedano M. Lutter, W. Bayer, J. Schmidt, *Europäisches Unternehmens-*, cit., p. 1649; S. Jung, *Europäische Wirtschaftliche Interessenvereinigung (EWIV)*, in S. Jung, P. Krebs, S. Stiegler (a cura di), *Gesellschaftsrecht in Europa*, cit., pp. 449 ss., 551; A. Bartolacelli, A. Rossi, *Il gruppo europeo di interesse economico (GEIE)*, in M. Benedettelli, M. Laminardi (diretto da), *Diritto societario europeo e internazionale*, Milano, 2017, pp. 565 ss., 591 s.

¹¹ Significativo è il riferimento alla procedura di controllo e modifica del rapporto di cambio delle azioni (vd. art. 25, par. 3, Regolamento (CE) n. 2157/2001), che, ispirandosi all'esperienza di altri paesi, richiama la procedura oggi prevista dal d.lgs. 19/2023 per la contestazione del rapporto di cambio. Sull'art. 25, par. 3, Regolamento (CE) n. 2157/2001, si veda, ad esempio M. Lutter, W. Bayer, J. Schmidt, *Europäisches Unternehmens-*, cit., p. 1693.

5. (Segue) ... e nella *Societas Cooperativa Europaea*

Per quanto riguarda, invece, la *Societas Cooperativa Europaea*, il Regolamento (CE) n. 1435/2003 contiene diversi riferimenti espliciti al recesso¹². L'art. 7, par. 5, di questo regolamento, infatti, attribuisce questo diritto al socio che si sia opposto alla decisione di trasferire all'estero la sede sociale. Inoltre, nell'art. 5, par 4, di questo stesso regolamento, si richiede che lo statuto indichi, tra l'altro, le condizioni e le modalità relative al recesso dei soci.

Il recesso è poi disciplinato in modo meticoloso, seppur incompleto, agli artt. 15 e 16 Regolamento (CE) n. 1435/2003. L'art. 15, par. 2, infatti, attribuisce un diritto di recesso al socio di minoranza che si sia opposto in assemblea ad una modifica statutaria relativa (a) all'istituzione di nuovi obblighi in materia di versamenti o altre prestazioni, (b) all'estensione in modo sostanziale degli obblighi esistenti per i soci, o (c) all'estensione a oltre cinque anni del periodo per la notifica del recesso.

Da un punto di vista procedurale, invece, è stabilito che il recesso debba essere esercitato entro due mesi dalla decisione dell'assemblea (art. 15, par. 2, Regolamento (CE) n. 1435/2003). L'individuazione del momento di efficacia del recesso segue regole leggermente diverse a seconda delle situazioni che hanno dato origine a questo diritto. Così, in caso di trasferimento della società all'estero, di istituzione di nuovi obblighi in materia di versamenti o altre prestazioni, o di estensione degli obblighi esistenti, il socio cessa di essere tale al termine dell'esercizio in corso¹³, fatta comunque salva l'inapplicabilità al socio del trasferimento all'estero o della modifica dello statuto. Qualora, invece, la modifica riguardi l'estensione del periodo per la notifica del recesso, la qualità di socio si perde al termine del periodo di notifica come stabilito prima della modifica dello statuto.

L'art. 16 Regolamento (CE) n. 1435/2003, contiene poi anche regole specifiche sulla valutazione della partecipazione del socio receduto, al quale viene riconosciuto il diritto al rimborso del capitale sottoscritto al netto delle eventuali perdite, il tutto calcolato in base al bilancio dell'esercizio nel corso del quale è maturato il diritto al rimborso. Lo statuto, inoltre, deve comunque

¹² Anche questo regolamento, al pari di quello sulla *Societas Europaea*, prevede che uno Stato membro possa adottare «disposizioni volte a garantire la tutela dei soci che si sono pronunciati contro la fusione» (art. 28, par. 2, Regolamento (CE) n. 1435/2003) e contempla regole sulla contestazione del rapporto di cambio (art. 29, par. 3, Regolamento (CE) n. 1435/2003).

¹³ Per essere precisi, in caso di trasferimento all'estero, il riferimento è «al termine dell'esercizio in cui è stata inoltrata la dichiarazione di recesso» (art. 7, par. 5, Regolamento (CE) n. 1435/2003).

determinare le modalità e le condizioni di esercizio del diritto di recesso e fissare il termine, non superiore a tre anni, entro cui dev'essere effettuato il rimborso. Infine, in ogni caso, è stabilito anche che la società non sia tenuta ad effettuare il rimborso prima di sei mesi dall'approvazione del bilancio successivo alla perdita della qualità di socio.

6. (Segue) La direttiva sulle fusioni transfrontaliere

Per completare questa breve ricognizione sul recesso nell'evoluzione del diritto societario dell'Unione europea, occorre infine dar conto di quanto era stato previsto nel 2005 per le fusioni transfrontaliere prima dell'adozione della direttiva (UE) 2019/2121 sulla mobilità transfrontaliera. A questo riguardo, si deve rilevare che la direttiva 2005/56/CE non faceva riferimenti espliciti al recesso. Ciononostante, alcune previsioni di questa direttiva poste a tutela dei soci di minoranza richiamavano questo istituto. Così, l'art. 121, par. 2, direttiva (UE) 2017/1132, nella sua formulazione originale derivante dall'art. 4, par. 2, direttiva 2005/56/CE, consentiva agli Stati membri di introdurre regole per proteggere i soci di minoranza che si erano opposti alla fusione transfrontaliera¹⁴. Nonostante questi riferimenti fossero piuttosto vaghi e lacunosi, essi avevano consentito, in sede di recepimento della direttiva 2005/56/CE nel nostro ordinamento, di introdurre all'art. 5 d.lgs. 108/2008 una nuova ipotesi di recesso per il caso in cui la società risultante dalla fusione fosse stata una società straniera. Quest'articolo però demandava il compito di stabilire le modalità di esercizio di questo diritto e di determinare il valore delle partecipazioni alle norme del codice civile. Infine, è interessante notare che, sempre questa disposizione, faceva salve le altre cause di recesso previste dalla legge o dallo statuto.

¹⁴ L'art. 123, par. 2, lett. c), direttiva (UE) 2017/1132 (ovvero in precedenza l'art. 6, par. 2, lett. c), direttiva 2005/56/CE), poi, richiedeva che fossero pubblicati nel bollettino nazionale le modalità d'esercizio dei diritti dei soci di minoranza. L'art. 127, par. 3, direttiva (UE) 1132/2017 (in precedenza art. 10, par. 3, direttiva 2005/56/CE), infine, faceva riferimento alla procedura di controllo e modifica del rapporto di cambio dei titoli o delle quote o di compensazione dei soci di minoranza; su quest'ultima previsione si vedano, in particolare, M. Lutter, W. Bayer, J. Schmidt, *Europäisches Unternehmens-*, cit., pp. 793 ss.; S. Stiegler, *Internationale Verschmelzungen*, in S. Jung, P. Krebs, S. Stiegler (a cura di), *Gesellschaftsrecht in Europa*, cit., pp. 1715 ss., 1750 s., M. Lamandini, C. Desogus, *Le fusioni transfrontaliere*, in M. Benedettelli, M. Lamandini (diretto da), *Diritto societario europeo*, cit., pp. 511 ss., 515 ss.

7. La tutela dei soci e il diritto di recesso dalla direttiva (UE) 2019/2121 al d.lgs. 19/2023: la direttiva (UE) 2019/2121

La direttiva (UE) 2019/2121 non contiene riferimenti espliciti al diritto di recesso nelle operazioni transfrontaliere, ma si limita soltanto a stabilire che gli Stati membri sono tenuti a consentire ai soci di alienare le proprie partecipazioni in cambio di un'adeguata liquidazione in denaro (artt. 86 *decies*, 126 *bis*, e 160 *decies*, direttiva (UE) 2017/1132). Nel nostro ordinamento, queste disposizioni sono state recepite in particolare agli artt. 9, 25, e 44 d.lgs. 19/2023.

Gli artt. 86 *decies*, 126 *bis* e 160 *decies*, direttiva (UE) 2019/2121 hanno una formulazione molto simile tra loro, fatte salve alcune differenze imputabili soprattutto alla diversa natura e struttura delle tre operazioni previste dal legislatore unionale. L'individuazione e la disciplina degli strumenti di tutela dei soci è comunque rimessa al diritto nazionale, così come a questo diritto spetta anche la «competenza esclusiva» per risolvere qualsiasi controversia relativa a detti diritti¹⁵.

Entrando nel merito delle disposizioni della direttiva, esse stabiliscono che almeno i soci che hanno votato contro il progetto dell'operazione transfrontaliera abbiano il diritto di alienare le proprie partecipazioni in cambio di un'adeguata liquidazione in denaro, purché, all'esito dell'operazione, essi acquistino partecipazioni in una società disciplinata dal diritto di un altro Stato membro. La necessità che il socio acquisti partecipazioni in una società disciplinata dal diritto di un altro paese, in realtà, non è espressamente contemplata per le trasformazioni. Tuttavia, non sembra che questa diversa formulazione possa portare a differenze applicative di rilievo tra trasformazioni, da un lato, e fusioni e scissioni, dall'altro. La direttiva, inoltre, consente agli Stati membri di riconoscere il diritto di *exit* anche ad altri soci delle società che prendono parte all'operazione transfrontaliera.

Per quanto riguarda le modalità di esercizio di questo diritto, la direttiva demanda al legislatore nazionale il compito di stabilire il termine entro cui i soci debbano comunicare alla società la decisione di avvalersi del diritto di alienare le proprie partecipazioni. Questo termine deve cadere, comunque, entro un mese dall'assemblea che approva l'operazione. È richiesto poi che

¹⁵ Anche nella versione della direttiva in lingua inglese viene utilizzata la parola «competence» e non «jurisdiction»; ciononostante, è chiaro che il riferimento riguarda la giurisdizione (sul punto K. Kühnle, *Comment on Article 86 i*, in P. Kindler, J. Lieder (a cura di), *Corporate Law*, cit., pp. 434 ss., 445; K. Bader, A. Börner, *Comment on Article 160 i*, in P. Kindler, J. Lieder (a cura di), *Corporate Law*, cit., pp. 773 ss., 777 s.).

le società partecipanti all'operazione forniscano un indirizzo elettronico per consentire che detta dichiarazione possa essere ricevuta per via elettronica.

L'individuazione del termine entro cui deve essere corrisposta la liquidazione in denaro viene rimessa al legislatore nazionale. Questo termine, comunque, deve essere indicato anche nel progetto dell'operazione transfrontaliera e non può venire a cadere più di due mesi dopo la data in cui l'operazione è divenuta efficace.

È previsto poi che i soci che hanno comunicato l'intenzione di alienare le proprie partecipazioni, ma che ritengono inadeguata la liquidazione in denaro offerta dalla società, siano legittimati ad agire per ottenere un conguaglio in denaro davanti alle autorità competenti o agli organismi incaricati a norma del diritto nazionale. Inoltre, gli Stati membri possono disporre che la decisione finale in merito alla corresponsione del conguaglio in denaro si applichi a tutti i soci della società che partecipa all'operazione e che hanno comunicato ritualmente la loro decisione di alienare le proprie partecipazioni¹⁶.

Nonostante l'articolato della direttiva (UE) 2019/2121 non faccia espliciti riferimenti al recesso, diversi considerando di questo provvedimento richiamano espressamente questo diritto. Così, il Considerando (13) ricorda che la relazione dell'organo amministrativo dovrebbe indicare «le informazioni sul [...] diritto di recedere dalla società», e il Considerando (14) afferma che è auspicabile che «l'offerta di liquidazione in denaro da parte della società ai soci che intendono recedere dalla società» sia esaminata da un esperto indipendente.

In modo netto, poi, il Considerando (18) qualifica lo strumento di tutela dei soci come recesso, affermando che i soci che hanno votato contro l'approvazione del progetto hanno «il diritto di recedere dalla società e di ricevere una liquidazione in denaro». Si deve però segnalare anche che i

¹⁶ Inoltre, nelle fusioni e nelle scissioni, i soci che non avevano il diritto di alienare le proprie partecipazioni o che non lo hanno esercitato, ma che considerano inadeguato il rapporto di cambio, possono contestare tale rapporto e chiedere un conguaglio in denaro. Questa procedura deve essere avviata dinanzi all'autorità competente o all'organismo incaricato a norma del diritto della società che partecipa all'operazione. L'attivazione di questa procedura non impedisce l'iscrizione dell'operazione e la decisione è vincolante per la società che risulta dalla stessa. Soltanto per le fusioni, poi, il diritto nazionale può prevedere che il rapporto di cambio si applichi a qualsiasi socio della società partecipante all'operazione che non aveva o che non ha esercitato il diritto di alienare le proprie azioni o quote. Il diritto nazionale può prevedere anche che, per la società risultante dalla fusione, così come nelle scissioni per la società beneficiaria, o per la scissa, qualora la scissione sia parziale, vi sia la facoltà di corrispondere il conguaglio, non in denaro, ma con l'attribuzione di partecipazioni o altro indennizzo. Per un'analisi dettagliata delle regole attualmente previste nella direttiva (UE) 2019/2121 sulla tutela dei soci si vedano, K. Kühnle, *Comment on Article 86 i*, cit.; T. de Raet, *Comment on Article 126 a*, in P. Kindler, J. Lieder (a cura di), *Corporate Law*, cit., pp. 648 ss.; K. Bader, A. Börner, *Comment on Article 160 i*, cit.

successivi Considerando (19) e (20) parlano, più genericamente, di «diritto di alienazione» per poi, però, al Considerando (21) fare nuovamente riferimento al fatto che «i soci che non avevano o che non hanno esercitato il diritto di recedere dalla società dovrebbero comunque avere il diritto di contestare il rapporto di cambio». Infine, nei Considerando (48) e (49) il diritto di recesso viene nuovamente richiamato in relazione agli effetti della fusione e della scissione.

8. (Segue) Il diritto di recesso nelle fusioni transfrontaliere come disciplinato nel d.lgs. 19/2023

Passando all'analisi del diritto di recesso come elaborato nel d.lgs. 19/2023, è necessario esaminare in primo luogo l'art. 25 di questo decreto relativo alle fusioni, ma applicabile anche, in virtù di rinvii interni previsti nella normativa di recepimento, alle trasformazioni e alle scissioni. Secondo questa disposizione il diritto di recesso previsto dal d.lgs. 19/2023 può essere attivato quando, all'esito dell'operazione transfrontaliera, dalla fusione risulti una società straniera. Come in precedenza previsto dall'art. 5 d.lgs. 108/2008, il primo comma dell'art. 25 del decreto stabilisce però anche che, oltre a questa causa di recesso, restano comunque applicabili le altre cause di recesso previste dalla legge o dallo statuto.

I dati sulla liquidazione in denaro offerta ai soci e l'indicazione del domicilio digitale per le comunicazioni di recesso devono risultare dal progetto di fusione (art. 19, comma 1, lett. m), d.lgs. 19/2023). La relazione dell'organo amministrativo, poi, deve indicare i diritti e le tutele di cui i soci dispongono ai sensi degli artt. 25 e 26 del decreto. È fatta comunque salva la possibilità che i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto della società italiana che partecipa alla fusione, all'unanimità, rinuncino a detta relazione (art. 21, comma 2, d.lgs. 19/2023). La relazione degli esperti deve contenere anche un parere sulla congruità del valore di liquidazione previsto nel progetto per il caso di recesso (art. 22, comma 4, d.lgs. 19/2023).

I termini e le modalità per l'esercizio del recesso sono disciplinati in modo puntuale dall'art. 25, comma 2, d.lgs. 19/2023, il quale stabilisce che, per i soci che hanno partecipato all'assemblea, detto diritto debba essere esercitato entro quindici giorni dall'iscrizione della delibera nel registro delle imprese e comunque non oltre trenta giorni dalla sua adozione. I soci assenti e i soci privi di diritto di voto nell'assemblea che ha approvato il progetto di fusione, invece, possono esercitare il recesso entro quindici giorni dall'iscrizione della delibera nel registro delle imprese. La previsione di termini

diversi in base alla presenza o meno del socio in assemblea costituisce una novità rilevante del d.lgs. 19/2023, così come la previsione in via generalizzata del doppio termine di quindici e trenta giorni e l'applicazione trasversale di queste regole a diversi tipi sociali.

Secondo l'art. 25, comma 3, d.lgs. 19/2023, la dichiarazione di recesso deve contenere le indicazioni previste dall'art. 2437-*bis* c.c. ed eventualmente la contestazione del valore indicato nel progetto. Da un punto di vista formale il recesso è esercitato mediante lettera raccomandata oppure mediante documento informatico sottoscritto con la firma digitale prevista dal d.lgs. 82/2005, o con altro tipo di firma elettronica qualificata ai sensi del regolamento (UE) 910/2014, e trasmesso al domicilio digitale indicato nel progetto.

Come verrà meglio precisato nelle prossime pagine, le previsioni sopra indicate sui termini e le modalità di esercizio del recesso, ovvero quelle relative al secondo e al terzo comma dell'art. 25, d.lgs. 19/2023, trovano applicazione anche alle operazioni transfrontaliere da cui risulti una società italiana, per cui però l'operazione dà adito al recesso per altre ragioni. In questi casi, inoltre, troverà anche applicazione la regola per cui i dati sulla liquidazione in denaro offerta ai soci e l'indicazione del domicilio digitale per le comunicazioni di recesso devono essere indicati nel progetto di fusione. Ugualmente, sarà anche applicabile la disposizione per cui la relazione dell'organo amministrativo deve indicare i diritti e le tutele dei soci a norma degli artt. 25 e 26 d.lgs. 19/2023.

Ritornando alle regole stabilite dal d.lgs. 19/2023 (con particolare riferimento all'art. 25, comma 4, d.lgs. 19/2023), per il caso in cui la società risultante dall'operazione sia straniera, alla liquidazione delle partecipazioni dei soci recedenti trovano applicazione, se del caso, gli artt. 2437-*quater* e 2473, comma 4, c.c. Tuttavia, l'offerta in opzione ai soci e l'eventuale collocamento presso terzi avvengono al valore fissato nel progetto di fusione. Nelle società per azioni, poi, l'offerta di opzione è depositata presso il registro delle imprese entro quindici giorni dalla scadenza dei termini per il recesso. In caso di assenza di utili o riserve disponibili nel patrimonio della società incorporata¹⁷, resta fermo l'obbligo della società di liquidare il socio recedente senza che sia pregiudicata l'attuazione della fusione, fatti salvi il diritto di opposizione dei creditori previsto dall'art. 2503 c.c.¹⁸ e, ove applicabile, il rispetto

¹⁷ Probabilmente questa previsione trova applicazione anche alle fusioni per unione in cui la società risultante dall'operazione sia straniera.

¹⁸ Le possibili implicazioni del riferimento all'art. 2503 c.c. non sono del tutto chiare. Quest'articolo, infatti, non trova applicazione alle operazioni transfrontaliere, che, invece, in relazione alla tutela dei creditori, sono soggette agli artt. 10 e 28 d.lgs. 19/2023. D'altra parte, pur con qualche differenza sostanziale, gli artt. 10, comma 2, e 28, comma 2, d.lgs. 19/2023, sul diritto di opposizione, sono formulati sulla falsa riga dell'art. 2503 c.c. Di conseguenza, sembra

dei requisiti di capitale da parte della società risultante dalla fusione¹⁹. Infine, la liquidazione avviene non oltre sessanta giorni dalla data in cui la fusione ha avuto effetto.

Il valore di liquidazione delle partecipazioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere dell'organo di controllo o del soggetto incaricato della revisione, se presente, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni o quote, fatta salva l'applicazione del terzo e del quarto comma dell'art. 2437-ter c.c., relativi, rispettivamente, alla possibilità di stabilire statutariamente criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione e al diritto dei soci di conoscere la determinazione del valore nei quindici giorni precedenti alla data fissata per l'assemblea.

L'art. 25, comma 6, d.lgs. 19/2023, prevede poi regole precise sulla contestazione del valore di liquidazione, che deve essere effettuata nella dichiarazione di recesso, tema questo che verrà esaminato in modo più approfondito nelle prossime pagine. Infine, è stabilito che, se non diversamente previsto nell'atto di trasferimento delle partecipazioni, il recedente conservi la qualità di socio sino alla data in cui la fusione diviene efficace (art. 25, comma 7, d.lgs. 19/2023)²⁰.

9. (Segue) Il recesso nelle trasformazioni transfrontaliere secondo il d.lgs. 19/2023

Passando all'esame di quanto previsto sul recesso per le trasformazioni transfrontaliere, l'art. 9 d.lgs. 19/2023, come sopra ricordato, richiama l'art. 25 di questo stesso decreto, introducendo però alcune previsioni specifiche. In primo luogo, occorre notare che anche in queste operazioni il diritto di recesso è riconosciuto ai soci che non hanno concorso all'approvazione del progetto di trasformazione transfrontaliera (art. 9, comma 1, d.lgs. 19/2023).

che questo riferimento, più correttamente, riguardi il diritto di opposizione di cui all'art. 2503 c.c., come riconfigurato nel contesto delle operazioni transfrontaliere.

¹⁹ Le risorse per soddisfare i soci recedenti possono quindi essere reperite, sia nel patrimonio della società italiana che partecipa all'operazione, sia nel patrimonio della società che risulta dall'operazione, senza quindi che l'eventuale insufficienza delle risorse nella società italiana debba portare all'attivazione della procedura prevista dall'art. 2437-*quater* c.c., in base alla quale, 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.

²⁰ Com'è noto, la questione dell'individuazione del momento in cui, all'esito dell'esercizio del diritto di recesso, il socio cessa di essere tale, è dibattuta nel nostro ordinamento. In relazione a questo tema, se non diversamente previsto nell'atto di trasferimento delle partecipazioni, il d.lgs. 19/2023 richiede che il recedente resti socio sino alla data di efficacia dell'operazione.

In mancanza di un concambio, poi, si precisa che il parere sulla congruità del valore di liquidazione, indicato nel progetto di trasformazione, debba essere redatto da un esperto indipendente, scelto o designato ai sensi dell'art. 22, d.lgs. 19/2023, vale a dire la norma relativa alla relazione degli esperti nella fusione (art. 9, comma 2, d.lgs. 19/2023). L'esperto nominato ha diritto di ottenere dalla società tutte le informazioni e i documenti utili e di procedere ad ogni necessaria verifica (art. 9, comma 3, d.lgs. 19/2023). Anche in questo caso la relazione sulla congruità del valore di liquidazione non è richiesta se vi hanno rinunciato all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto (art. 9, comma 4, d.lgs. 19/2023).

10. (Segue) Il recesso e il diritto di vendita nelle scissioni transfrontaliere come regolati nel d.lgs. 19/2023

Il diritto di recesso nelle scissioni transfrontaliere è disciplinato dall'art. 44 d.lgs. 19/2023 e, in virtù del disposto dell'art. 42, comma 2, di questo decreto, anche dall'art. 25 d.lgs. 19/2023. Più precisamente, la prima di queste disposizioni, vale a dire quella espressamente dedicata alle scissioni, distingue tra le scissioni in cui è prevista l'attribuzione proporzionale ai soci di partecipazioni in una o più società straniere e le scissioni in cui, più in generale, è prevista un'attribuzione non proporzionale. Nel primo caso, i soci che non hanno concorso all'approvazione della scissione hanno diritto di recedere dalla società italiana scissa (art. 44, comma 1, d.lgs. 19/2023). Nella seconda ipotesi, invece, è previsto un rinvio a quanto stabilito dall'art. 2506-bis, comma 4, seconda frase, c.c. (art. 44, comma 4, d.lgs. 19/2023). Questa disposizione del codice civile sancisce che, qualora il progetto preveda un'attribuzione non proporzionale di partecipazioni ai soci, lo stesso progetto debba consentire ai soci che non hanno approvato l'operazione di far acquistare le proprie azioni o quote per un corrispettivo determinato secondo i criteri previsti per il recesso, indicando coloro a cui carico è posto questo obbligo di acquisto²¹.

Nel primo caso, ovvero quello relativo alle scissioni con attribuzione proporzionale delle partecipazioni, trovano applicazione le disposizioni del

²¹ La scissione non proporzionale è contemplata nel Considerando (18) della direttiva (UE) 2019/2121, il quale dispone che è facoltà degli Stati membri decidere di estendere il diritto di recesso ai soci che, a seguito di una scissione transfrontaliera, acquisirebbero partecipazioni della beneficiaria in proporzioni diverse rispetto a quelle detenute prima dell'operazione, oppure ai soci per i quali il diritto applicabile non sia cambiato, ma siano invece cambiati alcuni diritti in ragione dell'operazione (sul punto si veda K. Bader, A. Börner, *Comment on Article 160 i*, cit., p. 776).

d.lgs. 19/2023 sul recesso a cui si è fatto cenno nelle pagine precedenti e quindi, in particolare, l'art. 25 d.lgs. 19/2023 (art. 44, comma 1, d.lgs. 19/2023).

Ciononostante, anche nella seconda ipotesi, vale a dire quella sul diritto di acquisto nelle scissioni non proporzionali, trova diretta applicazione buona parte dell'art. 25 d.lgs. 19/2023, con la sola esclusione, oltre che del primo comma di questa disposizione (sostanzialmente relativo al campo di applicazione del diritto di recesso), anche di quanto previsto al comma 4, lett. a), b) e c), lettere relative, rispettivamente, al fatto che (a) l'offerta in opzione ai soci e l'eventuale collocamento presso terzi debbano avvenire al valore fissato nel progetto, (b) l'offerta di opzione, nelle società per azioni, debba essere depositata presso il registro delle imprese entro quindici giorni dalla scadenza dei termini per il recesso, e (c) in caso di assenza di utili o riserve disponibili nel patrimonio della società, resti fermo l'obbligo della società di liquidare il socio recedente e non sia pregiudicata l'attuazione dell'operazione, fatti salvi l'opposizione dei creditori e, ove applicabile, il rispetto dei requisiti di capitale per le società risultanti dall'operazione (art. 44, comma 5, d.lgs. 19/2023).

Sempre per queste operazioni è poi stabilito che la proposta di acquisto, allegata al progetto di scissione, sia irrevocabile e obblighi il proponente a corrispondere al socio che esercita il diritto di vendita il corrispettivo fissato nel progetto e l'eventuale maggior valore in caso di contestazione. Infine, si prevede che ciascuna società sia responsabile in solido, ai sensi dell'art. 2506-*quater*, comma 3, c.c., dell'obbligo assunto dal proponente, fermo restando il diritto di rivalsa (art. 44, comma 5, d.lgs. 19/2023).

Il diritto di vendita nelle operazioni transfrontaliere, comunque, si configura in termini peculiari, perché, al contrario di quanto stabilito nell'ultima frase dell'art. 25, comma 1, d.lgs. 19/2023, relativo al diritto di recesso nelle fusioni nel caso in cui la società risultante dall'operazione sia italiana, l'art. 25 d.lgs. 19/2023 troverà un'applicazione più completa, poiché l'art. 44, comma 5, d.lgs. 19/2023 rinvia anche ai commi 4, lett. d), 5, 6 e 7 dell'art. 25 d.lgs. 19/2023. E così, per il diritto di acquisto, il pagamento dovrà avvenire non oltre sessanta giorni dalla data in cui la scissione ha avuto effetto, troveranno applicazione le regole del d.lgs. 19/2023 sulla determinazione del valore della partecipazione, che, peraltro, fanno riferimento anche all'art. 2437-*ter* c.c. Inoltre, sempre per il diritto di acquisto, sarà possibile attivare la procedura di contestazione del valore di liquidazione e, infine, se non è diversamente previsto nell'atto di trasferimento delle partecipazioni, chi ha esercitato il diritto di acquisto resterà socio sino alla data in cui l'operazione avrà avuto effetto.

11. Le controversie in ordine al valore di recesso

Malgrado il diritto di recesso, come visto nei precedenti paragrafi, costituisca indubbiamente un potenziale freno alla progettazione e alla attuazione delle operazioni straordinarie transfrontaliere, al contempo, esso non integra – parimenti all’incongruità del rapporto di cambio e alla non correttezza delle informazioni contenute nelle relazioni dell’organo amministrativo e degli esperti – motivo sufficiente per la sospensione dell’efficacia o l’annullamento della decisione²².

L’ordinamento, infatti, degrada a una tutela meramente obbligatoria l’eventuale lesione del diritto del socio recedente (che contesti nella dichiarazione di recesso il valore di liquidazione), secondo il meccanismo previsto nel diritto comune interno, ossia la nomina di un esperto nominato dall’autorità giudiziaria cui viene demandata la competenza a definire il giusto valore²³.

Si tratta di un procedimento relativamente serrato.

L’istanza di nomina dell’esperto deve essere presentata entro trenta giorni dall’iscrizione della delibera di approvazione dell’operazione nel registro delle imprese al tribunale ove la società partecipante ha sede²⁴.

Il tribunale assegna all’esperto un termine fino a sessanta giorni dalla nomina, prorogabile per gravi motivi di ulteriori sessanta giorni, per la determinazione del valore di liquidazione. I termini sono raddoppiabili solo in presenza di una «eccezionale difficoltà di valutazione».

Nel caso in cui dalla determinazione dell’esperto risultasse un valore superiore a quello indicato nel progetto, la differenza deve essere corrisposta entro sessanta giorni dal deposito della relazione dell’esperto nella cancelleria del tribunale, non solamente a beneficio del ricorrente, ma anche di tutti i soci recedenti che abbiano contestato il valore di liquidazione determinato dagli amministratori, con conseguente incremento del «costo» dell’operazione transfrontaliera²⁵.

Inoltre, la determinazione del valore è piuttosto stabile, potendo essere impugnata soltanto nei casi previsti dall’art. 1349, comma 1, c.c.

²² Cfr. art. 24, comma 6, d.lgs. 19/2023.

²³ Cfr. art. 25, comma 6, d.lgs. 19/2023.

²⁴ Si tratta del tribunale delle imprese per le società di competenza, ai sensi dell’art. 3, d.lgs. 27 giugno 2003, n. 168.

²⁵ In proposito, cfr. L. Benedetti, *The protection of shareholders in cross-border conversions, mergers, and divisions*, in ODC, 2023, p. 1006, il quale osserva come la previsione dell’obbligo di pagare la differenza (tra il valore determinato dall’esperto e quello determinato dagli amministratori) a tutti i soci che abbiano contestato quest’ultimo valore, pur comportando (appunto) il rischio di un aumento dei costi per la società, d’altro canto dovrebbe indurre gli amministratori a offrire una «adequate compensation» al fine di evitare detti rischi.

Qualora non sia diversamente previsto nell'atto di trasferimento delle azioni o quote, il recedente conserva la qualità di socio sino alla data in cui l'operazione divenga efficace, dunque, per un lasso di tempo astrattamente inferiore al predetto percorso di valutazione e di liquidazione.

Le eventuali (ulteriori) controversie in relazione al recesso (come anche al concambio) sono attribuite in via esclusiva alla giurisdizione dello stato da cui è regolata la società partecipante coinvolta, essendo in tal caso competente il c.d. tribunale delle imprese (ove ne sussistano i presupposti tipologici)²⁶, a meno che non siano devolute ad arbitri, e anche dopo che l'operazione transfrontaliera abbia avuto effetto²⁷. La finalità è evidentemente quella di escludere un trascinamento della giurisdizione insieme al trasferimento della sede: consentire ai soci di non subire tale trasferimento comporta l'ancoraggio alla giurisdizione di partenza, l'unica rilevante per i recedenti, per ragioni sia di regole sia di costi²⁸.

Dette controversie, a parte la quantificazione del valore di liquidazione (essendo tale eccezione risolta con il procedimento sopra sintetizzato), potrebbero riguardare la sussistenza del diritto (anche se sembra improbabile che si realizzi una casistica concreta stante la chiarezza del presupposto di recesso), ovvero la concreta attuazione del procedimento.

A quest'ultimo proposito, si pensi alla previsione del quarto comma, lett. c), dell'art. 25, d.lgs. 19/2023, secondo cui, «in caso di assenza di utili o riserve disponibili nel patrimonio della società incorporata, resta fermo l'obbligo della società di liquidare il socio recedente e non è pregiudicata l'attuazione della fusione, fatti salvi l'opposizione dei creditori prevista dall'articolo 2503 del codice civile e, ove applicabile, il rispetto dei requisiti di capitale da parte della società risultante dalla fusione».

Il favore per la realizzazione dell'operazione non fa imboccare, dunque, la strada della convocazione dell'assemblea straordinaria per deliberare la riduzione del capitale sociale oppure lo scioglimento, bensì (appunto) quella dell'attuazione dell'operazione attribuendo al socio recedente il ruolo di creditore – con decorrenza dal momento del perfezionamento dell'opera-

²⁶ Cfr. art. 27, comma 2, d.lgs. 19/2023.

²⁷ Cfr. art. 27, comma 1, d.lgs. 19/2023. La medesima norma precisa poi, al secondo comma, che «[i]n caso di fusione internazionale, fatte salve le convenzioni internazionali applicabili, sulle controversie di cui al comma 1 riguardanti una società italiana partecipante alla fusione, sussiste la giurisdizione italiana, anche dopo che la fusione ha avuto effetto, indipendentemente dalla sede e dalla legge regolatrice della società risultante dalla fusione».

²⁸ Cfr. sul punto C. Rinaldo, *Le trasformazioni transfrontaliere*, in *NLCC*, 2023, p. 1421, secondo la quale «si tiene in questo modo in debita considerazione il fatto che i soci esercitano il diritto di recesso anche con l'intenzione di evitare l'applicazione di un diritto e di una giurisdizione straniera».

zione stessa (restando fino a quel momento, come già rilevato, socio) – nei confronti della società (straniera) risultante dall'operazione che «pagherà quando potrà» ossia quando disporrà di poste adeguate per adempiere a tale obbligo. Forse fin da subito, come nel caso (ragionevolmente il più frequente) in cui la società del recedente si integri con una società dotata di adeguate poste disponibili, ma magari anche dopo molto tempo (nel caso inverso oppure di trasformazione).

12. Il cumulo dei recessi nonché del recesso e del diritto di *exit* previsto nella scissione non proporzionale

Come rilevato in precedenza, l'art. 25, comma 1, d.lgs. 19/2023, fa salve le «altre cause di recesso previste dalla legge o dallo statuto», sulla scorta dell'art. 126 *bis* della Direttiva²⁹, nonché del Considerando (18) della stessa, secondo cui «gli Stati membri dovrebbero poter decidere di estendere» il diritto di recesso «ai soci per i quali il diritto applicabile non sia cambiato ma siano invece cambiati alcuni diritti in ragione dell'operazione»³⁰.

Può, dunque, verificarsi una possibile convergenza tra (i) il recesso in esame ossia quello conseguente al cambio di ordinamento della società e (ii) quello attinente a uno degli altri casi previsti dallo statuto ovvero dal diritto comune (d'altronde, lo stesso art. 25, comma 1, d.lgs. 19/2023 precisa che «[q]uando la società risultante dalla fusione è italiana, i soci della società italiana che partecipa alla fusione hanno diritto di recedere in conformità a quanto previsto dal codice civile, ferma restando l'applicazione dei commi 2 e 3 e degli articoli 19, comma 1, lettera m), e 21, comma 2»).

Rispetto a quest'ultima categoria, guardando al diritto interno, un particolare ruolo è svolto dall'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. (per modificazioni dello statuto concernenti il diritto di voto o di partecipazione), come anche dall'art. 2473, comma 1, c.c., che per il tipo s.r.l. riconosce detto diritto per il solo fatto che la società partecipi a una fusione o a una scissione. E ciò senza considerare, sul piano statutario, la recente apertura della giurisprudenza di legittimità al recesso *ad nutum*, in quanto tale attivabile dal socio in occasione della operazione transfrontaliera³¹.

²⁹ Ai sensi di tale norma, gli «Stati membri possono riconoscere il diritto [di recesso] anche ad altri soci delle società che partecipano alla fusione».

³⁰ Cfr. A. Vicari, *Conguagli, pagamenti e indennizzi ai soci nella fusione transfrontaliera ai sensi del d.lgs. 19/2023*, in *Riv. soc.*, 2023, p. 700 s.; T. Papadopoulos, *Protection of shareholders in cross-border mergers: The new harmonized rules*, in *ECFR*, 2021, p. 989.

³¹ Cfr. Cass. civ., sez. I, 29 gennaio 2024, n. 2629, che ha pronunciato il seguente principio di diritto «[è] lecita la clausola statutaria di una società per azioni che non fa ricorso al

Potrebbe, quindi, accadere che tutte le società partecipanti a una fusione transfrontaliera debbano riconoscere il diritto di recesso, a beneficio sia della compagine sociale che si troverebbe a essere socia di una società con sede in altro paese (dunque, i soci della incorporata) sia dei soci della incorporante, in applicazione delle regole di recesso del diritto nazionale.

E ciò costituisce evidentemente un ulteriore freno all'operazione, tanto da doversi ritenere opportuna una lettura restrittiva – se non rispetto al riconoscimento del diritto di recesso a favore dei soci della incorporata (a fronte della chiara scelta legislativa, per quanto opinabile)³² – perlomeno nel campo dei soci della società incorporante rispetto alle cause di recesso nazionali, in particolare quando soggette, in via generale, a incerta applicazione in occasione di operazioni straordinarie³³. Il ragionamento si amplifica ulteriormente rispetto a quei settori – in particolare quello bancario e assicurativo – in cui assume peculiare rilievo la patrimonializzazione delle società.

Emblematico è proprio il caso dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. che già di per sé, anche dall'angolo visuale dell'ordinamento interno, mal si adatta alla fusione (e, specularmente alla scissione), essendo tali operazioni – quando attuate tra società (in tutto o in parte terze) – inevitabilmente causa di

mercato del capitale di rischio, la quale, ai sensi dell'art. 2437, comma 4, c.c., preveda, quale ulteriore causa di recesso, la facoltà dei soci di recedere dalla società ad nutum con un termine congruo di preavviso».

³² Sia consentito rinviare a L. Ardizzone, *Fusioni, scissioni, trasformazioni transfrontaliere*, in P. Montalenti, M. Notari (a cura di), *Il diritto societario europeo: quo vadis?*, Milano, 2023, p. 206. Dello stesso avviso, A. Sacco Ginevri, *Appunti sui profili regolamentari delle operazioni straordinarie transfrontaliere*, in *Dialoghi dir. economia*, ottobre 2023, p. 7, «in ragione del fatto che, soprattutto nelle fusioni intra-UE, la normativa societaria e finanziaria ha raggiunto un livello di armonizzazione così elevato che il mutamento di legge nazionale di riferimento non sembra poter integrare, quanto a intensità, quell'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento azionario intrinsecamente sottesa all'insorgenza di una causa di recesso»; nonché, in costanza della precedente normativa sulla fusione transfrontaliera, M. Ventoruzzo, *Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Laws and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Rights under Italian Law*, in *ECFR*, 2007, p. 60, secondo il quale «[i]t should, however, be pointed out that it would be difficult to deem a change of applicable company laws within the European Union to lower significantly the protections of minority shareholder, and therefore be abusive, also in the light of the existing degree of harmonization among different European countries in company law». Sempre in costanza della precedente normativa sulla fusione transfrontaliera, sul tema della protezione delle minoranze v. anche M. Wyckaert, K. Geens, *Cross-border mergers and minority protection. An open-ended harmonization*, in *Utrecht Law Review*, 4, 1, 2008, pp. 41 ss.

³³ Per la lettura restrittiva, cfr. T. Papadopoulos, *Protection of shareholders in cross-border mergers: the new harmonized rules*, cit., p. 989 («Recital 18 of the Preamble focusing on a specific category of shareholders of the resulting (acquiring) company with modified rights is a special provision and does not support an extension of the exit right to all shareholders of the resulting (acquiring) company; despite the minimum harmonization character of Art. 126a, an extension of exit right to all shareholders of the resulting (acquiring) company would be against the spirit of the general provision of Art. 126a demanding a change of law»).

ridefinizione dei diritti partecipativi all'esito della individuazione di un equilibrio tra due o più differenti compagini sociali³⁴.

Potrebbe, però, anche verificarsi l'ipotesi in cui i «diversi recessi» si concentrino sulla medesima società con conseguente necessità di regolarne la convivenza.

Si pensi all'ipotesi in cui la società incorporata (o scissa o anche soggetta a trasformazione) abbia sede in Italia. I soci di tale società che non abbiano concorso all'approvazione di una operazione che porti la sede all'estero hanno per tale ragione diritto di recesso. Ma, come detto, potrebbero beneficiare del medesimo diritto anche perché l'operazione stessa potrebbe dare origine all'attivazione del recesso (come già ricordato, nel caso di s.r.l. per il solo fatto che si tratti di fusione o di scissione)³⁵.

Evidentemente tale casistica non può determinare una duplicazione dei procedimenti di recesso, né tanto meno una duplicazione della liquidazione a favore del socio.

Tuttavia, per il socio potrebbe non essere indifferente l'attivazione di un certo diritto di recesso ovvero di un altro, stante il fatto che per le operazioni transfrontaliere non si è semplicemente aggiunta una ulteriore causa di recesso (che, peraltro, già era prevista in relazione al trasferimento della sede all'estero), ma è stata regolata una specifica procedura che, come visto, pur essendo in più tratti coincidente con quella ordinaria, è probabilmente più vantaggiosa di essa.

Non sembra, infatti, che il recesso ordinario vada a confluire del tutto nella procedura del recesso speciale (pur condividendone alcuni punti), né nell'ipotesi in cui la società emittente mantenga la sede in Italia, né nell'ipotesi in cui protagonista sia la società destinata a cambiare ordinamento per effetto dell'operazione transfrontaliera. Difatti, per quest'ultima ipotesi, l'art. 25, comma 1, d.lgs. 19/2023, come già riportato, si limita a far salve le «altre cause di recesso previste dalla legge o dallo statuto», senza disporre alcunché in relazione al profilo procedurale; mentre per l'ipotesi in cui la società risultante dall'operazione sia italiana, richiamando «l'applicazione dei commi 2 e 3 e degli articoli 19, comma 1, lettera m), e 21, comma 2» del medesimo

³⁴ In questi termini anche A. Vicari, *Conguagli, pagamenti e indennizzi ai soci nella fusione transfrontaliera ai sensi del d.lgs. 19/2023*, cit., p. 701, secondo il quale, infatti, al fine di evitare che «ad originare il diritto di recesso sia l'operazione di per sé», «la disciplina dell'art. 2437, comma 1, lett. g), c.c. dovrebbe venir interpretata in senso tendenzialmente restrittivo in caso di fusioni transfrontaliere, pena il rischio di qualificazione della disciplina nazionale quale misura di *gold-plating*».

³⁵ Si pensi anche all'art. 2497-*quater*, comma 1, lett. c), c.c., nel caso si ritenesse che la cessazione dell'attività di direzione e coordinamento possa essere provocata da un'operazione di fusione o di scissione.

decreto, viene limitata la convergenza al *dies a quo* (nonché alle modalità) per l'esercizio del diritto e alla «compilazione» del progetto dell'operazione e della relazione degli amministratori, lasciando però fuori dal rimando la regola procedurale più rilevante ossia il comma 4, lett. d), secondo cui «la liquidazione avviene non oltre sessanta giorni dalla data in cui la fusione ha avuto effetto»³⁶.

Detto termine, pur tenendo conto del tempo intercorrente tra la delibera e l'atto conclusivo dell'operazione, risulta essere significativamente più breve rispetto ai 180 giorni previsti dagli art. 2437-*quater*, comma 5, c.c. e 2473, comma 4, c.c.

Già solo questo dato dovrebbe far propendere per l'attivazione del procedimento del recesso che potremmo definire «transfrontaliero», lasciando il recesso «ordinario» alla sola ipotesi in cui la società con sede in Italia sia la società risultante dall'operazione.

Questa impostazione sembra oltretutto confermata dal testo del primo comma dell'art. 25, d.lgs. 19/2023, poiché, se nel primo periodo, come detto, si legge: «ferme restando le altre cause di recesso previste dalla legge o dallo statuto», nel secondo periodo il rimando al recesso «in conformità a quanto previsto dal codice civile» è riferito solamente a «quando la società risultante dalla fusione è italiana»³⁷.

D'altronde, il richiamo attuato dal quinto comma dell'art. 25, d.lgs. 19/2023 all'art. 2437-*ter*, commi 3 e 4, c.c., in relazione al valore di liquidazione, lascia poco spazio all'idea che possano esservi più valori (in forza di diversi criteri) a seconda della causa di recesso.

Tale circostanza non può, tuttavia, essere del tutto esclusa.

Non sembrano, infatti, esservi ostacoli a che lo statuto determini criteri diversi a seconda della causa di recesso (ferma la soglia minima determinabile ai sensi del terzo comma di tale norma rispetto alle cause di recesso legali inderogabili), ovvero preveda uno specifico diverso criterio per una specifica causa di recesso che distingua quest'ultima da tutte le altre soggette al criterio generale³⁸. Potrebbe anche accadere che lo statuto deroghi

³⁶ Neppure viene richiamato il settimo comma del medesimo art. 25, d.lgs. 19/2023, in base al quale «il recedente conserva la qualità di socio sino alla data in cui la fusione diviene efficace».

³⁷ Analogamente per la scissione, l'art. 44, comma 2, d.lgs. 19/2023 rimanda al codice civile rispetto alla società beneficiaria.

³⁸ Per la possibilità di declinare i criteri statutari di valutazione a seconda delle cause di recesso (fermo il limite minimo espresso dal criterio generale per le cause di recesso legali inderogabili), cfr. G. Marasà, *Artt. 2437, 2437-bis, 2437-ter, 2437-quater, 2437-quinquies*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, 2, Padova, 2011, p. 797.

i criteri legali di valutazione delle azioni limitatamente a una specifica categoria di azioni³⁹.

Ciò potrebbe allora condurre il socio a preferire l'attivazione dell'«altro recesso» (ossia quello non transfrontaliero), perché, ad esempio, di maggiore appagamento economico, pur a fronte di una procedura di liquidazione più lunga.

D'altronde, come detto, la convergenza tra recessi diversi potrebbe verificarsi non solo in relazione a una comune genesi (l'operazione che comporta il trasferimento della sede all'estero), ma a una coincidenza temporale che potrebbe prescindere dall'operazione⁴⁰.

Vi è poi una sorta di convivenza regolata *ex lege* ossia quella tra il recesso transfrontaliero (conseguente all'«atterraggio» in un diverso ordinamento nazionale) e il diritto di *exit* previsto per la scissione non proporzionale (nell'ipotesi in cui la società italiana si scinda in via non proporzionale a favore di una o più beneficiarie straniere).

In tal caso, è stata espressa la preferenza per il riconoscimento dell'*exit*, evidentemente più vantaggioso sia nella prospettiva del socio (essendo l'adempiimento dell'obbligo di acquisto ragionevolmente più veloce del già veloce recesso transfrontaliero) sia nella prospettiva della società scindenda (essendo il costo dell'*exit* posto a carico di altri soggetti, ossia verosimilmente del socio di maggioranza).

La norma di riferimento è l'art. 44, comma 4, d.lgs. 19/2023 secondo cui: «quando il progetto prevede una attribuzione di azioni o quote ai soci non

³⁹ Cfr. M. Ventrone, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012, p. 126 s.; specificamente rispetto alla s.r.l., cfr. M. Stella Richter jr, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, p. 412 («È [...] probabile che con espressa previsione contrattuale si possa predeterminare il valore della partecipazione ai fini del recesso, sostituendosi così ad un "criterio" (di determinazione di un risultato direttamente) un "risultato"»). Prendendo spunto dal pensiero di quest'ultimo a., il socio potrebbe, quindi, far valere il recesso «ordinario» (sia di fonte legale sia di fonte statutaria), in luogo di quello conseguente all'operazione straordinaria, qualora al primo, e solo al primo, sia espressamente ancorata una specifica valorizzazione della singola partecipazione (ovviamente nell'ipotesi in cui detta valorizzazione risulti più vantaggiosa rispetto a quanto spetterebbe al medesimo socio applicando il generale criterio di valorizzazione, ai sensi dell'art. 2473, comma 3, c.c., in relazione al recesso conseguente all'operazione transfrontaliera).

⁴⁰ Come anticipato, si pensi al recesso *ad nutum* oppure anche all'esercizio del recesso in una società con durata indeterminata. Malgrado la sussistenza di un preavviso, la previsione statutaria di criteri di valorizzazione specifici e più vantaggiosi potrebbe indurre il socio ad attivare detti recessi, in luogo di quello transfrontaliero. Viceversa, potrebbe anche verificarsi la circostanza che l'operazione transfrontaliera si collochi all'interno del periodo di preavviso, dunque, dopo la dichiarazione di recesso, ma prima della «fotografia» della società per determinarne il valore. Resta in tal caso da chiedersi se il socio recedente possa revocare il recesso precedente (che comporterebbe poi l'attesa dei consueti 180 giorni dalla «fotografia») per beneficiare del più veloce «recesso transfrontaliero».

proporzionale alla partecipazione originaria, si applica l'art. 2506-*bis*, comma 4, secondo periodo, c.c.».

Il rimando, tuttavia, non è secco, ma, come visto nel par. 10 (cui si rinvia), con integrazione della disciplina comune con le regole speciali in esame, applicandosi al diritto di *exit* pressoché l'intera disciplina del recesso in esame – l'art. 25, commi 2, 3, 4, lett. *d*), 5, 6 e 7, d.lgs. 19/2023 –, in tal modo allineandosi le due discipline per quanto attiene, non solo al procedimento, ma anche alle previsioni attinenti alla contestazione del valore di liquidazione⁴¹.

Tale è l'intensità della convergenza che potrebbe persino vedersi una piena sovrapposizione tra gli strumenti di tutela⁴², se non fosse per l'elemento soggettivo sul lato passivo, ossia il soggetto terzo (rispetto alla società scissa), generalmente coincidente con il socio di maggioranza della stessa (o i soci di maggioranza), la cui proposta di acquisto – necessariamente irrevocabile – deve essere allegata al progetto di scissione.

Comunque, anche sul piano soggettivo il d.lgs. 19/2023 interviene prevenendo in capo a ciascuna società la responsabilità in solido, ai sensi dell'art. 2506-*quater*, comma 3, c.c., rispetto all'obbligo assunto dal proponente, fermo restando il diritto di rivalsa.

Probabile ragione di questa scelta attiene al timore che il proponente sia un soggetto straniero, con la conseguente percezione di un incremento del rischio di inadempimento e, quindi, di un peggioramento del grado di tutela per i soci dissenzienti. D'altronde, una diversa scelta (di lasciare l'onere interamente a carico del soggetto terzo) si sarebbe posta in contrasto con la protezione della Direttiva in relazione non tanto alla mancata proporzionalità, ma al trasferimento della sede all'estero, con onere in capo alle società partecipanti all'operazione.

Ne consegue che, nella prospettiva dei soci dissenzienti, sussiste una sostanziale indifferenza circa lo strumento (diritto di *exit* anziché recesso), mentre per l'assetto patrimoniale delle società partecipanti alla scissione perdura il vantaggio dato dalla circostanza che il costo dell'operazione correlato alla soddisfazione degli stessi soci resta in capo al soggetto terzo proponente (salvo suo inadempimento).

⁴¹ Malgrado il rinvio, la fattispecie in esame depotenzia l'idea di un'applicazione generalizzata (e integrale) dell'art. 25, d.lgs. 19/2023 a tutte le ipotesi di regolamentazione dell'*exit* nelle operazioni transfrontaliere.

⁴² Cfr. F. Magliulo, *L'attuazione della direttiva (UE) 2019/2121 nell'ordinamento italiano*, in *Riv. not.*, 2023, p. 616, il quale qualifica il diritto di *exit* come un «surrogato del recesso», con la conseguenza della «inevitabile» applicazione in via analogica dell'art. 38, comma 5, d.lgs. 19/2023, e, quindi, della indicazione nel progetto di scissione del corrispettivo per la cessione, oggetto di parere ai sensi dell'art. 22, comma 5, d.lgs. 19/2023.

Luigi Ardizzone, Corrado Malberti

Alla luce del predetto quadro, sembra, quindi, potersi concludere per la prevalenza del recesso transfrontaliero quale regola di *default*, ferma restando la possibilità per i soci di opzionare altre cause di recesso (integrate contestualmente nell'ambito della medesima operazione transfrontaliera) qualora ad esse siano abbinate regole – in particolare attinenti ai criteri di liquidazione – più favorevoli.

Ne fa eccezione, per espressa previsione normativa, la scissione non proporzionale in cui al rango di regola di *default* viene elevato il diritto di *exit*, anche se, in effetti, irrobustito con alcuni rilevanti tratti del diritto di recesso.

Luigi Ardizzone
Università degli Studi di Brescia
C.da Santa Chiara, 50
25122 Brescia
luigi.ardizzone@unibs.it
<https://orcid.org/0000-0002-9387-5548>

Corrado Malberti
Università degli Studi di Trento
Via Giuseppe Verdi, 53
38122 Trento
corrado.malberti@unitn.it
<https://orcid.org/0000-0003-4606-2904>