

## Sez. II – Osservatorio sulla corporate governance

# Revoca dalla quotazione in Borsa e diritto di recesso del socio

Umberto Morera  
Maurizio Sciuto

SOMMARIO: 1. L'ambito della problematica. – 2. Una prima sensazione. – 3. Il dato normativo. – 4. Il dato sistematico. – 5. Gli artt. 2347-quinquies c.c. e 145, 2° comma, t.u.f. – 6. La quotazione come trasformazione. Critica. – 7. Conclusione.

### 1. L'ambito della problematica

Si pone talvolta la questione se, a seguito della revoca dalla quotazione delle azioni emesse da una società, possa sorgere in capo ai suoi azionisti un diritto di recesso.

Per chiarire l'ambito della problematica, va subito precisato che:

– per «*revoca dalla quotazione*» si intende la revoca del provvedimento di ammissione alla negoziazione su di un mercato regolamentato italiano da parte della Società di Gestione del Mercato (solitamente, Borsa Italiana S.p.A.; e cfr. infatti art. 62 t.u.f.; nonché artt. 2.5.1, 2.5.2, 2.5.3 del suo Regolamento);

– la problematica non riguarda, quindi, *qualsiasi* ipotesi di esclusione dalla negoziazione di strumenti finanziari, bensì soltanto quella derivante da un *provvedimento di revoca assunto unilateralmente* dalla Società di Gestione del Mercato. La fattispecie è pertanto diversa da quelle in cui l'esclusione dalla negoziazione consegua ad una richiesta proveniente dalla stessa società emittente (c.d. «*esclusione su richiesta*»: cfr. art. 133 t.u.f.; artt. 2.5.4, 2.5.5 e soprattutto 2.5.6, Regolamento di Borsa Italiana s.p.a.; nonché art. 144 Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999). Fattispecie diversa, questa, che pur verrà presa in considerazione, ma soltanto per verificare se anche la sua disciplina sia diversa da quella che deve ritenersi applicabile alla fattispecie qui esaminata;

– la problematica riguarda poi *in generale la dequotazione di azioni* emesse da una s.p.a.; senza quindi che occorra occuparsi, almeno *ex professo*, dei casi particolari in cui vi siano diverse categorie di azioni o di altri strumenti finanziari, alcune soltanto delle quali vengano escluse dalle negoziazioni;

– la problematica riguarda infine soltanto la possibilità di un *diritto di recesso ex lege*. Non riguarda dunque eventuali ipotesi di recesso previste dallo statuto, in aggiunta alle ipotesi legali. D'altronde, la possibilità di ampliare statutariamente l'elenco dei casi di recesso è esclusa per le società quotate<sup>1</sup> e quindi, già in principio, non può venire in questione nel caso di specie, che riguarda la possibilità di un diritto di recesso a seguito, appunto, di un'eventuale revoca dalla quotazione.

<sup>1</sup> V. *infra*, nn. 8, 10 e 11.

## 2. Una prima sensazione

Così definito l'ambito del problema, è opportuno premettere una considerazione – se si vuole quasi un'impressione – basata su dati empirici.

La fattispecie qui considerata, ovviamente nella prospettiva delle sue interrelazioni col diritto di recesso, risulta scarsamente approfondita dalla letteratura giuscommerciale. La revoca dalla quotazione, in effetti, non risulta mai menzionata nei pur minuziosi elenchi delle cause di recesso dalla società per azioni redatti dagli autori che si sono occupati della materia (anche dopo le due grandi riforme del diritto dei mercati finanziari, d.lgs. n. 58/1998, e delle società di capitali, d.lgs. n. 6/2003)<sup>2</sup>.

I fuggevoli cenni, talora impliciti, che si è avuto modo di rinvenire al riguardo si esprimono peraltro in senso costantemente negativo, nel senso cioè dell'inconfigurabilità di un diritto di recesso<sup>3</sup>.

Del resto, sempre secondo una prima sensazione basata sulle evidenze empiriche, anche osservando i recenti casi di revoca dalla quotazione di grandi e grandissime società (disposta a causa dei dissesti che le hanno colpite e che poco dopo ne hanno determinato la sottoposizione a procedure di amministrazione straordinaria), non risulta che si sia data, ed anzi neppure prospettata, la possibilità per gli azionisti – per *tutti* gli azionisti – di recedere «in massa» dalla società.

La sensazione, piuttosto netta (anche se certo tutta da verificare), è quindi che la revoca dalla quotazione non comporti l'insorgere di un diritto di recesso dalla società emittente in capo ai titolari delle azioni escluse dalla negoziazione.

## 3. Il dato normativo

Prendendo le mosse dal dato normativo, è innanzitutto da notarsi come la revoca dalla quotazione non venga *mai menzionata dalla legge* (oltre che, come detto, dalla stessa letteratura giuridica in materia) *fra le ipotesi di recesso*.

Questo dato appare rilevante – ed anzi potrebbe già di per sé ritenersi risolutivo – ben al di là di quanto normalmente si ritenga esserlo la c.d. «lettera della legge» (il «criterio letterale» essendo normalmente ritenuto, nell'interpretazione della legge, un criterio non insuperabile e comunque da suffragarsi attraverso il ricorso ad altri criteri, innanzitutto quello «sistematico»).

Gli è in effetti che, nella specifica materia del diritto di recesso, sembra valere tuttora – e cioè anche dopo la riforma organica del 2003 – un principio di *tassatività* delle ipotesi di recesso *ex lege* dalla società per azioni<sup>4</sup>.

Vero è che l'elenco di tali ipotesi risulta, per effetto della riforma, notevolmente ampliato. E vero è anche che, all'interno della più vasta categoria delle società di capitali, l'elenco delle ipotesi di recesso espressamente nominate dalla legge risulta affiancato – in particolare per quanto riguarda le s.r.l. e le s.p.a. c.d. «chiuse» – da ampie «aperture» all'autonomia statutaria, cui si consente di aggiungere, alle ipotesi nominate, ulteriori cause di recesso (allora statutarie, in contrapposizione a quelle *ex lege*; cfr. artt. 2437, 4° comma, e 2473, 1° comma, c.c.).

<sup>2</sup> V. ad esempio, nella manualistica, ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società* (Bologna, 2006), 239; ROSAPEPE, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve* (Milano, 2005), 397; e, nella saggistica, STELLA RICHTER jr, «Diritto di recesso e autonomia statutaria», *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 389 ss.

<sup>3</sup> V. soprattutto GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali* (Milano, 2000), 352: «non si potrà parlare di recesso per l'ipotesi dell'esclusione "coatta" dalle negoziazioni: qui la modifica dell'organizzazione è addirittura un fatto esterno che l'ente nemmeno sollecita»; nonché poi – seppur fuggevolmente – PACIELLO, «Sub 2437-quinquies», in *Commentario Niccolini-Stagno d'Alcontres*, (Napoli, 2004), II, 1140, affermando che detto articolo «non trova applicazione in caso di esclusione coattiva»; NOTARI, «Sub 131», in MARCHETTI-BIANCHI (a cura di), *Commentario a "La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza"* (Milano, 1999), I, 1109 s.; PENE VIDARI, «Sub 131», in COTTINO (a cura di), *La legge Draghi e le società quotate in borsa* (Torino, 1999), 179 s.; DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo* (Torino, 2002), 141; nonché, già prima della riforma del diritto societario, DE ANGELIS, «La perdita della quotazione in borsa: tutela dei soci e diritto di recesso», *Società*, 1996, 759.

<sup>4</sup> Si vedano ad esempio gli autori citati alla n. 2.

Tuttavia – a parte il fatto che in questa sede non si sta trattando né di una s.r.l., né di una s.p.a. «chiusa» – si è anche detto che qui interessano soltanto le cause di recesso *ex lege*, ed in particolare se fra esse possa ricomprendersi la revoca dalla quotazione; non interessando invece verificare se tale evenienza possa rientrare nell'ambito delle eventuali cause di recesso statutarie.

La mancata previsione della revoca dalla quotazione fra le ipotesi di recesso *ex lege* sembra quindi condurre alla conclusione (stante la perdurante vigenza, in materia, del ridetto criterio di tassatività, secondo cui deve ritenersi che il legislatore «*ubi noluit non dixit*») che una tale revoca non comporti l'insorgere del diritto di recesso in capo ai titolari delle azioni escluse dalle negoziazioni.

E sembra questa, per vero, la ragione per cui tale conclusione, pur senza mai essere avversata in dottrina, neppure vi risulti mai espressamente formulata<sup>5</sup>: nessuno avendo probabilmente ritenuto che sussistano indizi tali da rendere la questione meritevole d'esser sollevata o comunque affrontata *ex professo*.

#### 4. Il dato sistematico

Ciò detto, si può comunque – e sembra si debba – andare oltre. In particolare, appare opportuna una verifica sistematica della conclusione che, come visto, sembra già emergere, oltre che da alcune sommarie evidenze empiriche, dalla stessa lettera della legge.

Occorre allora riscontrare la «tenuta» di una siffatta conclusione rispetto a quella che sistematicamente risulta essere la *funzione del diritto di recesso*: sia in generale, sia poi – più in particolare – rispetto a quelle specifiche ipotesi, previste dalla legge, che sembrano funzionalmente più vicine alla fattispecie che qui rileva.

In generale, dunque, non par dubbio (e senza che occorra citare a conforto la pressoché sterminata letteratura in materia) che il diritto di recesso – tanto più secondo il disegno complessivo della Riforma del 2003<sup>6</sup> – sia un istituto approntato eminentemente in funzione della tutela delle cd. minoranze (pur essendo ben noto che «maggioranza» e «minoranza» non sono tanto concetti riferiti alla quota di capitale complessivamente detenuta, bensì al concreto potere esercitabile in assemblea).

Si tratta cioè di un istituto la cui utilità è stata essenzialmente concepita rispetto ad un contesto tutto interno alla naturale dialettica, e contrapposizione, fra minoranza (o «minoranze») e maggioranza<sup>7</sup>.

La possibilità dell'«*exit*» (come si suol dire parlando del recesso) risulta infatti concessa a quei soci che in determinate circostanze si trovino a soggiacere al potere (e talvolta, come dice la Relazione alla legge, «all'oppressione») della maggioranza, e che pertanto non vogliano, o comunque non possano utilmente, contrastare quel potere con la loro «*voice*» (come si suol dire parlando, essenzialmente, dell'esercizio del voto).

Tutto ciò può ben constatarsi già ad una prima lettura del dato positivo: quasi tutte le cause di recesso<sup>8</sup>, in effetti, consistono dall'adozione di una *deliberazione assembleare* (per lo più, poi, modifi-

<sup>5</sup> A parte i rari casi già ricordati alla precedente n. 3.

<sup>6</sup> Cfr. i §§ 9 e 11 della Relazione di accompagnamento al d.lgs. n. 6/2003, ove si parla del recesso quale «*estremo, ma efficace mezzo di tutela del socio avverso cambiamenti sostanziali dell'operazione cui partecipa*» e come strumento che «*in caso di oppressione da parte della maggioranza*», consente al socio di «*sottrarsi a scelte della società che contraddicono i suoi interessi*», offrendogli al contempo «*uno strumento di contrattazione con gli altri soci e con la maggioranza della società*».

<sup>7</sup> Identificazione, questa della funzione del recesso, comunque compatibile – nella prospettiva qui coltivata – anche con la posizione di chi [GALLETTI (*supra*, n. 3), 82], muovendosi in diverso ordine di idee, arrivi comunque a concludere che «*la funzione del recesso consiste nel fornire al socio dissidente uno strumento di reazione contro una modifica organizzativa adottata dalla società*».

<sup>8</sup> Sono cause previste dalla legge, inderogabilmente:

- 1) la modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società;
- 2) la trasformazione della società;
- 3) il trasferimento della sede sociale all'estero;
- 4) la revoca dello stato di liquidazione;
- 5) l'eliminazione di una o più cause di recesso previste in aggiunta a quelle inderogabili (e cioè quelle qui elencate ai nn. 1 – 7);

cativa dell'atto costitutivo) e riguardano i *soli soci assenti o dissenzienti*.

D'altra parte, le uniche cause di recesso (tre) che *non* scaturiscono da una deliberazione assembleare si rivelano per la verità del tutto peculiari, trovando altrettanto peculiari spiegazioni; ciascuna delle quali, peraltro, potrebbe pur sempre ricondursi ad una logica di contrapposizione maggioranza-minoranza<sup>9</sup>.

Dalla lettura del dato positivo, risulta quindi confermata la sostanziale funzione del recesso come strumento di *tutela della minoranza dissenziente* (ovvero assente, ma comunque in disaccordo se poi intenda recedere) rispetto ad «importanti» scelte imposte dalla maggioranza, quasi sempre in sede assembleare.

In questa logica, dunque, può ben comprendersi il motivo per cui il diritto di recesso non sia previsto, né d'altronde avrebbe senso prevederlo, rispetto al verificarsi di vicende che, seppur capaci di ripercuotersi sulle condizioni dell'investimento dei soci, dipendono da *fattori del tutto esterni alla dialettica endosocietaria*. Da fattori, cioè, non riconducibili alla compagine sociale (o al limite alla capogruppo di cui la maggioranza dei soci si faccia tramite), e rispetto ai quali, quindi, neppure sarebbe immaginabile una sede in seno alla quale si potrebbe produrre e manifestare un qualche «dissenso».

E può allora anche ben comprendersi, in definitiva, perché la revoca della quotazione (che indubbiamente è vicenda capace di incidere sull'investimento dei soci, nella prospettiva della sua liquidabilità) non sia considerata dalla legge come vicenda da cui possa scaturire un diritto di recesso, posto che altrimenti si tratterebbe – a ben vedere – di un *diritto di recesso di «massa» concesso a tutti i soci*, e come tale davvero assurdo (tanto meglio varrebbe, allora, prevedere lo scioglimento della società).

Si tenga presente, infatti, che la c.d. revoca dalla quotazione può tecnicamente definirsi come *risoluzione*, per iniziativa *unilaterale* della Società di Gestione del Mercato (ovviamente nei casi predefiniti dal Regolamento di Borsa approvato dalla Consob, e sotto la vigilanza di quest'ultima) *del contratto* con cui tale Società si è impegnata con un certo emittente a rendere negoziabili gli strumenti finanziari emessi da quest'ultimo sul Mercato gestito<sup>10</sup>.

Si tratta quindi di evento che, consistendo nell'*oggettiva «impossibilità di mantenere un mercato*

6) la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso;

7) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione.

Il recesso, poi, spetta anche, ma *salva diversa disposizione statutaria*, quando venga deliberata:

8) la proroga del termine;

9) l'introduzione o la rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari (cui deve aggiungersi l'ipotesi della previsione, anche originaria, di una clausola di «mero gradimento», inefficace se non preveda un diritto di recesso dell'alienante);

A tali cause debbono ancora aggiungersi, con riferimento alle sole società per azioni *non quotate*:

10) l'ipotesi in cui l'atto costitutivo non indichi – com'è pur possibile – un termine di durata (salvo preavviso di almeno 180 giorni);

11) tutte le ulteriori cause previste statutariamente (e cfr. anche art. 2355, 2° comma, c.c.), il che potrebbe forse comprendere, al limite, persino la previsione di un diritto di recesso *ad nutum*.

L'elenco va completato, infine, considerando anche:

12) le cause dettate dall'art. 2497-*quater* c.c. con riferimento alle società soggette ad attività di direzione e coordinamento;

13) le deliberazioni il cui effetto comporta la dequotazione di azioni già quotate (così estendendosi la portata della norma particolare dettata per le società quotate: art. 131 t.u.f.), spettando il recesso a chi possedeva queste ultime;

14) l'eventualità considerata all'art. 2343, ultimo comma, c.c.;

15) l'introduzione o la soppressione di clausole statutarie compromissorie (art. 34, 6° comma, d.lgs. n. 5/2003).

<sup>9</sup> Si tratta infatti dei casi (appena indicati ai nn. 10, 12 e 14):

– della mancata previsione di un termine di durata della società, peraltro soltanto quando si tratti di società non quotata, evidentemente per assicurare la possibilità di disinvestimento quando manchi un termine contrattuale all'impegno assunto con il conferimento e non si abbia il potere assembleare sufficiente a deliberare lo scioglimento anticipato della società;

– quando il conferimento in natura di un socio risulti sovrastimato di oltre un quinto, e quindi – verosimilmente sempre in una logica di rapporti di equilibri di potere fra soci – quando quel socio (non volendo o non potendo reintegrare la differenza in denaro) non voglia accettare una riduzione della sua partecipazione;

– dei casi in cui, all'interno di un «gruppo», vicende relative alla capogruppo, o comunque da essa provocate, mutino il rischio dell'investimento del socio della controllata, o addirittura l'abbiano già pregiudicato; anche in questo caso, evidentemente, trattandosi di dare una possibilità di exit a quei soci, chiaramente di minoranza, che non riescano a contrastare il potere della capogruppo che si esercita attraverso il controllo della maggioranza.

<sup>10</sup> DE MARI (*supra*, n. 3), 131.

normale» dei titoli (così, appunto, l'art. 2.5.1, 1° comma, Regolamento di Borsa), è all'evidenza del tutto estraneo alle dinamiche decisionali societarie (anzi, potrebbe persino andar contro l'interesse della maggioranza o della totalità dei soci) e che, come tale, non sollecita nessuna particolare esigenza di tutela delle «minoranze».

Tanto ciò è vero, che quando una tale revoca dalla quotazione venisse a dipendere da una situazione di fatto che, sia pur indirettamente e comunque indipendentemente da ogni procedimento decisionale interno alla società, sia riconducibile ad una «maggioranza» – ed è il caso in cui un socio venga a detenere una partecipazione che riduca il «flottante» delle azioni con diritto di voto al di sotto del dieci per cento – la salvaguardia degli interessi della «minoranza» non sarà, ancora, assicurata da un diritto di recesso (che appunto non avrebbe senso in mancanza di una qualche delibera in cui si sia manifestato un dissenso), bensì dall'obbligo del socio «quasi totalitario» di lanciare un'offerta pubblica di acquisto su tutte le altre azioni non in suo possesso (art. 108 t.u.f.).

### 5. Gli artt. 2347-quinquies c.c. e 145, 2° comma, t.u.f.

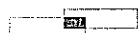
Occorre inoltre, come si diceva, tentare una verifica della conclusione sin qui raggiunta (non si dà diritto di recesso per effetto della revoca dalla quotazione) raffrontando tale ipotesi con altre due previsioni legislative che si occupano dell'esclusione dalle negoziazioni. Fermo restando, comunque, che il summenzionato principio di tassatività in materia di recesso già *a priori* osterebbe al tentativo di estendere l'applicazione delle disposizioni in materia di recesso a fattispecie non espressamente nominate (come appunto la revoca dalla quotazione).

Vengono dunque in questione due norme: l'art. 2347-quinquies c.c. e l'art. 145, 2° comma, t.u.f.

Come noto, l'art. 2347-quinquies c.c. («assorbendo» la disciplina ed ampliando le fattispecie già previste dall'ormai abrogato art. 131 t.u.f., che contemplava le sole ipotesi di deliberazioni di fusione e scissione) prevede che, nei casi in cui si determini un'esclusione dalla quotazione *per effetto di una deliberazione* assembleare, avranno diritto di recedere i (soli) soci che non hanno concorso alla deliberazione.

Non importa poi tanto indagare la questione – pur importante – se in tal caso l'esclusione dalle negoziazioni possa costituire il diretto oggetto di una deliberazione assembleare (c.d. «*delisting* puro»), ovvero soltanto l'effetto indiretto di una deliberazione avente diverso oggetto (come peraltro sembra preferibile ritenere<sup>11</sup>). Ciò che qui piuttosto conta – perché conferma quanto sinora detto – è che anche secondo l'art. 2347-quinquies c.c., che pur si occupa espressamente di un'ipotesi di dequotazione, il diritto di recesso in tanto viene accordato in quanto si tratti di tutelare una «minoranza» di soci che non acconsenta ad una scelta riconducibile alla maggioranza<sup>12</sup>. Scelta che poi – come accade solitamente, ed in questo caso necessariamente – deve assumere la forma di una delibera assembleare. Può quindi concludersi, con un apprezzato autore, che «*la causa di recesso dell'art. 131 [ora 2347-quinquies c.c.] consiste nell'esclusione delle azioni dalle negoziazioni per volontà della stessa società e non per provvedimento del gestore del mercato*»<sup>13</sup>.

D'altronde, un'ulteriore conferma può trarsi dal succitato art. 145, 2° comma, t.u.f., dettato in te-



<sup>11</sup> E ciò considerando sia il rapporto di «continuità» dell'articolo in discorso con il già ricordato art. 131 t.u.f., ora abrogato; sia il fatto che la possibilità di un *delisting* puro sembra essere contraddetta sia dall'art. 133 t.u.f., che dal Reg. Borsa, tutti prevedendo o postulando che l'esclusione dalla negoziazione su richiesta della società possa avvenire soltanto quando gli strumenti esclusi siano destinati ad essere negoziati su altro Mercato regolamentato con garanzie equivalenti a quello italiano).

<sup>12</sup> In tal senso infatti NOTARI (*supra*, n. 3), 1109, che parla al riguardo di «*garanzia [per l'azionista] di non vedersi privato di tali benefici [quelli derivanti dalla quotazione] se non per un provvedimento coercitivo del gestore del mercato*»; dello stesso autore cfr. anche ID., «Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.», *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 529 ss., che circoscrive il campo di indagine dell'art. 2437-quinquies c.c. ai soli casi in cui sia pur sempre una «deliberazione» a comportare l'esclusione dalla negoziazione.

<sup>13</sup> V. ancora NOTARI (*supra*, n. 3), 1110.

ma di azioni di risparmio. Tale disposizione, nella prospettiva qui considerata, è per certi versi simmetrica all'appena ricordato art. 2347-*quinquies* c.c.: mentre questo, come appena visto, si occupa di un'esclusione dalle negoziazioni che sia effetto di una delibera assembleare, accordando allora il diritto di recesso agli azionisti che non abbiano concorso alla delibera, l'art. 145, 2° comma, t.u.f., dispone invece che nei casi di esclusione dalle negoziazioni delle azioni (ordinarie o) di risparmio, lo statuto dovrà prevedere quali diritti dovranno riconoscersi ai possessori di azioni di risparmio; senza però che si preveda per essi alcun diritto di recesso, almeno *ex lege*<sup>14</sup>. Diritto che quindi, in base al principio di tassatività, dovrà ritenersi escluso.

Ora, a prescindere dalla questione – qui non di diretto interesse – se oggi, per effetto dell'art. 2347-*quinquies* c.c. («sopraggiunto», in ordine di tempo, all'art. 145 t.u.f.), anche agli azionisti di risparmio spetti o meno il diritto di recesso quando l'esclusione dalle negoziazioni sia effetto di una delibera assembleare<sup>15</sup>, è certo che la previsione dell'art. 145, 2° comma, t.u.f., occupandosi di tutte le possibili cause di esclusione dalle negoziazioni, comprende anche quelle che non derivino da una delibera assembleare, bensì direttamente da una revoca dalla quotazione. Ed in tale ultima ipotesi, diversa quindi da quella prevista dall'art. 2347-*quinquies* c.c., è certo che agli azionisti di risparmio, a stregua dell'art. 145, 2° comma, t.u.f. non spetterà il diritto di recesso, bensì soltanto, eventualmente, i particolari diritti che lo statuto avrà voluto (ed anzi, si ritiene, dovuto) accordar loro.

È questo, ancora una volta, si spiega proprio perché il legislatore, pur volendo farsi carico delle aspettative degli azionisti di risparmio (legate indubbiamente anche alla quotazione), non ha ritenuto sensato concedere loro un recesso in massa per effetto di una vicenda prodottasi al di fuori della società e del tutto estranea alla contrapposizione maggioranza-minoranza<sup>16</sup>.

## 6. La quotazione come trasformazione. Critica

V'è infine un'ultima questione – invero piuttosto accademica e forse ormai un po' anacronistica – di cui per completezza occorre comunque farsi carico.

Si tratta della prospettazione, tentata da alcuni autori<sup>17</sup>, della «dequotazione» come «trasformazione» della società; sul presupposto – evidentemente – che la «s.p.a. quotata» sarebbe un *tipo* sociale diverso dalla «s.p.a. non quotata», e che pertanto la dequotazione comporterebbe un cambiamento del *tipo* (i.e.: trasformazione); come tale allora fonte di recesso *ex art.* 2437, 1° comma, lett. b, c.c.

È una prospettazione, questa, che però deve respingersi per le seguenti ragioni.

<sup>14</sup> Che poi lo statuto possa accordare agli azionisti di risparmio un diritto di recesso (allora «statutario», e non già «*ex lege*») quale diritto spettante in caso di dequotazione è stato pur isolatamente ipotizzato [GALLETTI (*supra*, n. 3), 301; ID., «Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società «quotate», *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, 623; ID., «Azioni di risparmio», *Nuove leggi civ. comm.*, 2001, 215 s., ma sembra a torto (cfr. COLOMBO, «Delisting e azioni di risparmio», *Banca, borsa, tit. cred.* 2002, I, 365 ss., spec. 371; MONTALENTI, «La società quotata», in *Trattato Cottino* (Padova, 2004), 126).

<sup>15</sup> In effetti, la mancata previsione di un diritto di recesso da parte dell'art. 145 t.u.f. potrebbe ritenersi ormai sopravanzata dal «nuovo» art. 2347-*quinquies* c.c., che, accordando il diritto di recesso non soltanto ai soci «assenti o dissenzienti» ma a tutti i soci che non abbiano concorso all'approvazione del voto, sembra comprendere anche gli azionisti di risparmio.

<sup>16</sup> In questo senso – ricorda GALLETTI (*supra*, n. 14), 630, n. 73 – già si esprimeva negli anni '60 il Progetto De Gregorio «il quale disciplinava la revoca volontaria della quotazione vietando che vi fossero in alcun modo coinvolte le azioni di risparmio, e prevedeva il diritto di recesso (da esercitarsi contro la delibera di assemblea straordinaria che decidesse il ritiro) per assenti e dissenzienti (ai sensi dell'art. 2437 c.c. e non, significativamente, dell'art. 21 stesso articolato), così mettendo in primo piano il profilo della dialettica maggioranza-minoranza rispetto al fatto oggettivo della perdita della quotazione».

<sup>17</sup> OPPO, «Sulla «tipicità» delle società quotate», *Riv. dir. civ.*, 1999, II, 490 ss.; GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali* (Milano, 2000), 87 ss. e 350 ss.; Pisani, «Sub 131», in CAMPOBASSO (diretto da), *Il testo unico della finanza* (Torino, 2002), II, 1079 ss.; nonché, già prima della riforma del diritto del mercato finanziario, GRIPPO, «Il recesso del socio», in *Trattato Colombo-Portale* (Torino, 1993), 6\*, 139.

a) Non v'è dubbio, stando alla più accreditata letteratura in materia di tipi di società<sup>18</sup>, che «tipo» stia a significare un «*modello di fattispecie contrattuale*» prefigurato dalla legge affinché si possano sussumere in quel tipo, applicandovi allora la relativa disciplina, tutti quei programmi negoziali (cioè i concreti «atti costitutivi») che vi si conformino. È evidente allora che «cambiamento del tipo» può significare soltanto la modifica di un certo programma negoziale (atto costitutivo) che, appunto per effetto di tale modifica, non sia più sussumibile in un certo tipo e debba invece ricondursi ad altro tipo legale (ad esempio: da s.p.a. a s.r.l.). Quando però sopraggiunga un «cambiamento» – quale può essere appunto la revoca dalla quotazione – che non riguardi minimamente l'organizzazione statutaria, bensì soltanto una situazione *esterna* alla società (essere le sue azioni negoziate o meno in un mercato regolamentato) è evidente che, seppur tale cambiamento può incidere su parte della disciplina applicabile, il tipo (cioè la fattispecie negoziale cui può ricondursi l'atto costitutivo) resta del tutto inalterato, vale a dire quello unitario della s.p.a., e che quindi di recesso non si possa neppure parlare<sup>19</sup>.

b) In effetti, chi ha prospettato la dequotazione come «trasformazione» della società, lo aveva fatto (non senza qualche imbarazzo) soltanto per ragioni che sembrano ormai del tutto superate dalla Riforma del diritto societario (e difatti nella letteratura successiva al 2003 l'argomento sembra essersi eclissato<sup>20</sup>). Si guardava infatti all'ormai abrogato art. 131 t.u.f. e ci si chiedeva, da un punto di vista teorico, come la nuova causa di recesso potesse essere ricondotta al sistema, che in materia di recesso, prima della riforma, oltre ad essere improntato ad una rigida tassatività, era anche estremamente restrittivo, prevedendo tre sole ipotesi (previste dall'art. 2437 c.c., «vecchia versione»). Si ipotizzava allora che la nuova causa di recesso prevista dall'art. 131 t.u.f. potesse ricondursi al sistema poiché in realtà non faceva altro che prevedere un particolare caso di cambiamento del tipo; ipotesi, questa, già contemplata in via generale dal «vecchio» art. 2437 c.c.<sup>21</sup>.

D'altro lato, da un punto di vista più attento agli interessi in gioco, si avvertiva l'esigenza di accordare una tutela equivalente a quella prevista dall'art. 131 t.u.f. anche a quei soci le cui azioni fossero state dequotate per effetto di delibere diverse da quelle di fusione o di scissione<sup>22</sup>; allora argomentandosi che queste due ipotesi erano in realtà espressive di un principio più generale, quello per cui il recesso doveva darsi in tutti i casi di dequotazione, potendo questa ricondursi al concetto di cambiamento del tipo.

Entrambe le ragioni che conducevano a questo forzato ragionamento sono però oggi venute meno; posto che, da un lato, la disciplina del recesso non appare più così restrittiva quanto alle cause previste, sì che non ostano scrupoli teorici di nessun genere ad ammettere una nuova ed autonoma causa di recesso *ex lege*; e d'altro lato, come visto, il nuovo art. 2437-bis c.c. ha assorbito la disciplina dell'ormai abrogato art. 131 t.u.f. estendendola a tutte le ipotesi di delibere che comportino l'esclusione dalle negoziazioni, approntando allora una tutela sufficientemente estesa a favore di tutti i potenziali interessati.

c) D'altronde, proprio perché l'opinione appena ricordata appariva animata da ragioni di tutela «sostanziale», essendo in realtà ben poco rispettosa del significato giuridico della nozione di «tipo» e di «trasformazione», era poi costretta a contraddirsi nel momento in cui la trasformazione, e quindi il

<sup>18</sup> SPADA, *La tipicità delle società* (Padova, 1974), *passim* (oltre che in molti altri contributi); e vedasi anche una rassegna di dottrina conforme in GALLETI, *supra*, n. 3) 341 s. (anch'egli nella stessa linea di pensiero).

<sup>19</sup> SCIUTO-SPADA, «Il tipo della società per azioni», in *Trattato Colombo-Portale* (Torino, 2004), 1\*, 19; NOTARI *supra*, n. 3), 1106; STELLA RICHTER JR. *supra*, n. 19), 395 ss.; nella stessa prospettiva DE MARI *supra*, n. 3), 141.

<sup>20</sup> Silenzio sulla questione, ad esempio, si registra nei contributi in materia di trasformazioni (di Palmieri e di Cetra) nel recente *Abbadessa-Portale, Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* (Torino, 2007), 4, 99 ss.; sfuma la questione, ritenendola comunque estranea alla *ratio* principale della norma, NOTARI *supra*, n. 3), 536.

<sup>21</sup> In tal senso, ad es., CRIPPO *supra*, n. 17), 139.

<sup>22</sup> Ad esempio l'ipotesi dell'azionista dissenziente da una delibera di conversione di una categoria di azioni quotata in una categoria non quotata (così MAVIGLIA, «Sub 131», in RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58* (Milano, 1998), 717.

diritto di recesso, venivano ipotizzati soltanto con riferimento all'ipotesi di dequotazione. Laddove, a voler essere coerenti, si sarebbe invece dovuto ammettere che se «s.p.a. quotata» e «s.p.a. non quotata» sono davvero tipi diversi, trasformazione e diritto di recesso avrebbero dovuto configurarsi anche in caso di nuova quotazione<sup>23</sup>. Conclusione, questa, che però veniva negata con qualche inevitabile imbarazzo<sup>24</sup>.

d) Al di là di tutto ciò, comunque, deve anche ricordarsi che, per le ragioni sopra ricordate, l'appena criticata tesi non è *mai* stata formulata, né sarebbe stata formulabile, con riferimento ad ipotesi di dequotazione per effetto di una revoca della Società di Gestione del Mercato. Essa è stata prospettata, infatti, *soltanto* con riferimento ad ipotesi di dequotazione che scaturissero da deliberazioni assembleari (in estensione di quelle già espressamente previste dall'art. 131 t.u.f.)<sup>25</sup>. Tali ipotesi, in effetti, essendo le uniche riconducibili al vecchio art. 2437 c.c., che considera (come del resto fa anche la nuova disciplina) la «trasformazione» quale vicenda che può derivare esclusivamente da una delibera assembleare modificativa dell'atto costitutivo e come tale, allora, fonte di recesso per i soci assenti e dissenzienti<sup>26</sup>.

## 7. Conclusione

In definitiva non constano elementi – né empirici, né testuali, né sistematici, né puramente «teorici» – per ritenere che, a seguito della revoca dalla quotazione delle azioni emesse da una società, possa sorgere in capo ai suoi azionisti un diritto di recesso.

<sup>23</sup> V., nel senso qui rappresentato, NOTARI (*supra*, n. 3), 1106; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare* (Torino, 2004), 589; STELLA RICHTER JR., *Trasferimento del controllo e rapporti fra soci* (Milano, 1996), 351.

<sup>24</sup> V. ad es. PISANI (*supra*, n. 17), 1079, secondo cui la dequotazione non sarebbe una trasformazione, bensì una vicenda «equiparabile alla trasformazione» (equiparabile non essendo però la quotazione ...).

<sup>25</sup> V. ancora MAVIGLIA (*supra*, n. 22), 716, ricordando che l'art. 131 t.u.f. veniva a costituire «l'unico strumento per dissociare la sorte dell'investimento dagli effetti di scelte straordinarie non condivise», rivolto quindi alla «salvaguardia della posizione dell'azionista di minoranza»; PISANI (*supra*, n. 17), 1079 ss., riconoscendo come il recesso resti pur sempre uno «strumento agganciato ad una posizione di dissenso», dovendosi escludere un recesso di massa; GALLETTI (*supra*, n. 14), 351.

<sup>26</sup> Nel senso qui rappresentato, infatti, PENE VIDARI (*supra*, n. 13), 180, che rilevava, a proposito dell'abrogato 131 t.u.f., come «in base alla formulazione letterale della norma, il diritto di recesso non viene riconosciuto né in occasione dell'ammissione dei titoli alla quotazione, né in caso di uscita dei titoli dal mercato», spettando comunque, nei casi previsti da tale articolo, «ai soli soci dissenzienti».