

XVII CONVEGNO ANNUALE
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

**"IL DIRITTO COMMERCIALE NELLA PROSPETTIVA EUROPEA:
FRA OVERREGULATION E DEREGULATION, NORME IMPERATIVE ED
AUTONOMIA PRIVATA, ARMONIZZAZIONE E FLESSIBILITÀ"**

Roma, 27-28 febbraio 2026

PAOLO BUTTURINI

PROFESSORE ASSOCIATO DI DIRITTO COMMERCIALE NELL'UNIVERSITÀ DI
VERONA

**L'exit del socio in caso di operazioni straordinarie transfrontaliere nel
percorso di armonizzazione del diritto societario**

SOMMARIO: 1. Premessa e inquadramento del problema. - 2. Le giustificazioni di questa causa di recesso. - 3. L'impatto della regola nei principali ordinamenti europei. - 3.1 Disciplina generale del recesso. - 3.2 Disciplina specifica del recesso in caso di operazioni transfrontaliere. - 4. Tutela minima dei soci ed evoluzione del diritto societario europeo. - 4.1 Tutela minima dei soci e 28° diritto societario (per le società innovative?). - 4.2 Tutela minima dei soci ed evoluzione in chiave permissiva del diritto societario europeo. - 5. Alcuni spunti provenienti dall'analisi comparatistica (recesso e mobilità transfrontaliera nel contesto statunitense). - 5.1 Inquadramento della questione. - 5.2 Le discipline statali più rilevanti. - 6. Alcune osservazioni di sintesi. - 6.1 Alcune osservazioni di sintesi in un'ottica relativa all'interpretazione della regola. - 6.2 Alcune osservazioni di sintesi in una prospettiva *de jure condendo*.

1. *Premessa e inquadramento del problema.*

Nel contesto di una più ampia riflessione sul rapporto tra autonomia ed eteronomia nel diritto societario europeo, la previsione relativa all'*exit*

del socio in caso di operazioni straordinarie transfrontaliere, pur non rappresentando, con ogni probabilità, un caso particolarmente invasivo di limitazione alla libertà degli Stati membri (e delle società), desta senz'altro un notevole interesse alla luce dei suoi risvolti sistematici, connessi ai cruciali profili dell'equilibrio tra armonizzazione delle legislazioni nazionali e flessibilità.

Il riferimento ampio (e generico) all'*exit* è necessario, almeno per introdurre il tema, visto che la tutela accordata al socio minoritario potrebbe tradursi in un diritto di recesso o di vendita delle partecipazioni a condizioni eque: come si è attentamente notato, infatti, l'articolato della direttiva (UE) 2019/2121 (d'ora innanzi, anche Direttiva) non si riferisce esplicitamente al diritto di recesso, che compare, tuttavia, a più riprese, nei Considerando¹.

Del resto, come ben noto, seguendo un approccio funzionale, quello che accomuna gli istituti appena menzionati, pur nettamente distinti sotto il profilo strutturale, è, appunto, il fatto che essi mirino a garantire al socio il diritto al disinvestimento. La stretta connessione tra recesso e vendita delle partecipazioni, aventi funzione in parte sovrapponibile, è, infatti, molto chiara dopo la riforma del 2003, che ha legato in vario modo le due vicende, sia nell'ambito della disciplina della s.p.a. che della s.r.l.². Analoghe considerazioni valgono anche per altri ordinamenti vicini al nostro, come quello spagnolo, ove il rapporto tra recesso e obbligo di acquisto (a cui corrisponde il diritto di vendita) viene talora descritto in termini di non perfetta corrispondenza³, salvo, però, il riconoscimento della

¹ L. ARDIZZONE-C. MALBERTI, *Il diritto di recesso nelle operazioni straordinarie transfrontaliere*, in *Osservatorio del diritto civ. e comm.*, 1/2024, 41, 49 s., riferendosi ai Considerando (13) e (18).

Non è un caso che talora, in dottrina, si utilizzi il recesso per descrivere più brevemente questa fattispecie consistente nel vendere a prezzo equo le azioni: vedi L. HUBNER-V. HABRICH, *The new regime for cross-border mergers under Directive (EU) 2019/2121*, in *Freedom of Establishment and Cross-Border Mobility of Companies in the EU*, a cura di P. del Val Talens, Madrid, 2024, 206.

² Come risulta dall'utilizzo alternativo di recesso e obbligo di acquisto, come noto chiaro nell'art. 2355-bis, comma 2, c.c., e dal collegamento instaurato dall'art. 2473 c.c. tra divieto di trasferimento delle quote e diritto di recesso; questioni non oggetto di approfondimento in questo contributo. Verrà menzionata nella sede opportuna l'ulteriore regola che conferma questa correlazione funzionale, ossia l'art. 2505-bis c.c. in materia di fusione.

³ Vedi, pur sottolineando che questo accade se si ragiona di corrispondenza in senso stretto, A. PÉREZ TROYA, *La Directiva sobre transformaciones, fusiones y escisiones transfronterizas: Una primera aproximación, con particular referencia a la tutela de los socios*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2020, 53, ivi 72 nota 55.

sostanziale equivalenza tra liquidazione del valore della partecipazione del recedente ed acquisto della stessa da parte degli altri soci⁴; a ben vedere, ancora una volta si tratta di distinguere il profilo strutturale da quello funzionale, che vede ricongiungersi i due istituti.

In sostanza, l'essenza del fenomeno è data da un diritto del socio ad avere la liquidazione del valore della propria partecipazione, generalmente fissato in termini di valore corretto o di mercato⁵; questo potrà poi dipendere dall'esercizio del recesso o dall'obbligo di acquisto della partecipazione stessa da parte della società o degli altri soci, con formule in un certo modo intermedie come quella nostrana, ove, come accennato, l'acquisto può diventare la modalità concreta di liquidazione della quota del recedente.

Il concetto stesso di recesso è reso, sul piano comparatistico, ricorrendo a termini diversi: si pensi, nelle discipline statunitensi, alle quali verranno dedicati alcuni cenni essenziali, ai vari istituti come *dissenters' rights*, *appraisal rights* e *withdrawal rights*, di per sé non sovrapponibili, almeno in relazione al loro significato letterale, ma spesso considerati equivalenti⁶ proprio in virtù dell'omogeneità funzionale già evidenziata.

Tanto premesso, anche allo scopo di chiarire l'oggetto del contributo a partire dal profilo terminologico, il rapporto che si può intravedere tra armonizzazione del diritto societario, mobilità delle società e conseguente diritto di recesso (nel senso appena descritto) sollecita interessanti riflessioni, sia alla luce dell'attuale quadro normativo che in chiave prospettica. Anche se, di primo acchito, la scelta di tutelare per mezzo del recesso i soci che non acconsentono all'operazione transfrontaliera potrebbe essere letta come un'implicita ammissione dei limiti dell'armonizzazione del diritto societario, sembra maggiormente condivisibile una sua più

⁴ Vedi M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, *El derecho de separación de los socios en las operaciones transfronterizas*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 2020, 149, 158.

⁵ Questione all'evidenza molto complessa, che meriterebbe un'autonoma indagine e nella quale, pertanto, non si entrerà.

⁶ Vedi, con riferimento a *dissenters' rights* e *appraisal rights*, da ultimo, S.J. CLEVELAND, *Appraisal Rights and "Fair Value"*, in *Cardozo L. Rev.*, 2022, 921, 922; in precedenza, B.M. WERTHEIMER, *The Shareholders' Appraisal Remedy and How Courts Determine Fair Value*, in *Duke L. J.*, 1998, 613, 614. Lo stesso vale anche in merito al più generico diritto di lasciare la compagine (*withdrawal rights*), di cui si evidenziano le conseguenze, uguali a quelle derivanti dall'esercizio degli altri due istituti menzionati nel testo: A.K. KOH, *Shareholder Protection in Close Corporations and the Curious Case of Japan: The Enigmatic Past and Present of Withdrawal in a Leading Economy*, in *Vanderbilt J. Of Transnational Law*, 2020, 1207, 1217.

articolata lettura che tenga conto del doveroso bilanciamento degli interessi coinvolti.

Dopo aver indagato i possibili fondamenti del recesso in caso di operazioni transfrontaliere (§ 2), se ne analizzerà l'impatto in alcune discipline societarie nazionali (§ 3). In prospettiva, tenendo conto del menzionato rapporto tra armonizzazione del diritto societario e mobilità delle società, il c.d. ventottesimo regime societario, attualmente in gestazione, rappresenterà un banco di prova interessante (§ 4.1), così come, sia pur per ragioni diverse, risulta rilevante un'essenziale analisi comparatistica relativa al contesto statunitense (§ 5). Pur tenendo conto che il quadro normativo è, per certi aspetti, in evoluzione, si potranno formulare, in chiusura, alcune osservazioni di sintesi (§ 6).

2. *Le giustificazioni di questa causa di recesso.*

Le possibili giustificazioni logiche di questa causa di recesso si correlano ai mutamenti che un'operazione transfrontaliera comporta per i soci delle società ad essa partecipanti, risolvendosi principalmente nella modifica della disciplina applicabile alla società, e restando solo in secondo piano le ulteriori difficoltà derivanti da barriere linguistiche (o geografiche), peraltro a tale modifica comunque in parte connesse.

Anche se un'operazione straordinaria transfrontaliera, almeno in alcune particolari ipotesi, non necessariamente comporta tale mutamento di disciplina⁷, quest'ultimo, da cui si reputa derivare in senso lato una modifica delle condizioni di rischio del socio, è chiaramente la variabile ritenuta più rilevante⁸, oltre che suscettibile di declinazioni specifiche,

⁷ F. MAGLIULO, *L'attuazione della direttiva (UE) 2019/2121 nell'ordinamento italiano*, in *Riv. not.*, 2023, 481, 560, rilevando che, nel contesto di una fusione, non è scontata l'assegnazione ai soci di partecipazioni di società disciplinata dal diritto di uno Stato diverso.

⁸ A. SERETAKIS, *Appraising the New EU Appraisal Regime*, in *European Company Law*, 2024, 106 ivi 110, considerandolo il principale motivo che giustifica il recesso; J. LEPETIC, *Minority shareholder protection in cross-border conversions, mergers and divisions*, in *Freedom of Establishment and Cross-Border Mobility*, cit., 302; L. MIKALONIENÉ, *Cross-border conversions under the legal framework introduced by the directive (EU) 2019/2121: selected issues*, in *Freedom of Establishment and Cross-Border Mobility*, cit., 159 s., riferendosi al cambiamento delle condizioni di rischio ed evidenziando che in caso di trasformazione, a differenza che in caso di fusione e scissione, il cambio di disciplina riguarda tutti i soci e il recesso potrebbe fondarsi anche su ragioni diverse, come valutazioni sulla riduzione del valore delle partecipazioni dopo l'operazione; L. BENEDETTI, *The protection of shareholders in cross-border conversions, mergers, and divisions*, in *Rivista ODC*, 2023, 995 s., pure sottolineando la

pensando ai risvolti fiscali e ai costi connessi alla conoscenza del nuovo diritto⁹, o alla variazione delle regole che governano l'estrazione di benefici da parte dei soci di maggioranza¹⁰.

La valutazione dell'impatto della modifica di legge applicabile, senza dubbio molto delicata e dipendente dalla distanza tra le normative concretamente in discussione, può, talora, indirizzarsi verso un giudizio di sostanziale limitatezza: si è, in particolare, ritenuto che questo sia il caso quando partecipino all'operazione transfrontaliera società quotate, data l'armonizzazione che riguarda i diritti dei soci di queste ultime¹¹. A prescindere dallo specifico aspetto, che richiederebbe un'analisi ulteriore rispetto a quella oggetto del contributo, sembra, comunque, trattarsi di un'affermazione che può in concreto condividersi per gli investitori istituzionali, verosimilmente in grado di esercitare quei diritti, più che per gli azionisti piccoli risparmiatori, verosimilmente disinteressati rispetto ai loro diritti in società, domestiche o straniere che siano, e quindi, si direbbe, di un'affermazione che ha una portata abbastanza specifica e settoriale. In termini non dissimili, anche se, per così dire, sul versante opposto, delle *private companies*, ossia le s.r.l. seguendo la terminologia domestica, si è accennato ad una maggior somiglianza e comparabilità tra due società appartenenti a tali categorie rispetto a quanto accadrebbe in caso di passaggio da *private* a *public company*¹². Pur senza che ne siano state tratte indicazioni precise in punto di valutazione dell'impatto della modifica di legge applicabile, una simile affermazione va considerata con attenzione: da un lato è indubbio che cambiare "categoria", diventando una s.r.l. società azionaria, è modifica di (più) ampio impatto; dall'altro, però, restare s.r.l. cambiando nazionalità non è, necessariamente, modifica di scarso impatto, poiché si può ritenere che, proprio nel caso delle s.r.l., al di là della struttura essenziale della società, la minore armonizzazione¹³

differenza tra trasformazione, da un lato, e fusione e scissione dall'altro lato; C. RINALDO, *Le trasformazioni transfrontaliere*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2023, 1399 ivi 1421.

⁹ Vedi L. MIKALONIENÉ, *Cross-border conversions*, cit., 159, riferendosi ai costi per conoscere le nuove regole e all'aumento dei costi per l'esercizio dei diritti; ancor più articolata l'analisi di J. LEPETIC, *Minority shareholder protection*, cit., 301 ss., ove si menzionano anche i possibili effetti negativi fiscali, nonché il rischio derivante dal cambio di giurisdizione.

¹⁰ T. PAPADOPOULOS, *Protection of shareholders in cross-border mergers: The new harmonized rules*, in *ECFR*, 2021, 980 ivi 984 nota 9.

¹¹ J. LEPETIC, *Minority shareholder protection*, cit., 302 e nota 46 per riferimenti.

¹² L. MIKALONIENÉ, *Cross-border conversions*, cit., 154.

¹³ Di per sé agevolmente sostenibile, sol che si pensi all'ambito applicativo di diverse direttive societarie, limitato appunto alle società azionarie (come risulta, ad esempio, e per

ponga questioni potenzialmente rilevanti di diversità nel trattamento di fattispecie analoghe, pur con le debite eccezioni (pensando, ad esempio, alle marcate somiglianze tra *GmbH* austriache e tedesche¹⁴).

Il cambio di legge applicabile costituisce, peraltro, l'unica base logica al recesso menzionata dalla Direttiva, in particolare al Considerando 18, che però ammette espressamente la possibilità che il diritto in esame sia riconosciuto dal singolo legislatore anche in caso di operazione transfrontaliera che non modifica il regime applicabile, ma che può in altro modo alterare i diritti spettanti ai soci¹⁵. Oltre a considerare la scelta compiuta dal singolo Stato membro in sede di attuazione della Direttiva, diventerà, peraltro, necessario inquadrare la fattispecie nel contesto della disciplina domestica del recesso di volta in volta applicabile, che, come si avrà modo di vedere nella sede opportuna, pur se in relazione a un numero ristretto di normative nazionali, può variare in modo anche sostanziale.

Due ulteriori osservazioni sono necessarie, relative al più ampio significato attribuibile alla scelta della *lex societatis* e al rapporto tra *exit* e armonizzazione del diritto societario.

Sotto il primo profilo, senza pretesa di affrontare compiutamente in questa sede un tema ben più ampio e complesso, merita, almeno, accennare al ruolo cruciale che la possibilità di scegliere la disciplina applicabile ad una società svolge in relazione alla libertà di stabilimento, tenendo conto che la Direttiva si inserisce in un percorso anche giurisprudenziale di graduale riconoscimento delle diverse articolazioni

semplicità, da FACTSHEETS - COMPANY LAW, *Fact Sheets on the European Union* – 2025, disponibile all'indirizzo https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/en/FTU_2.1.11.pdf).

¹⁴ C. KLEINSZIG, *Die Entstehung des österreichischen Gesetzes über die Gesellschaft mit beschränkter Haftung*, in *Beiträge zur Rechtsgeschichte Österreichs* (BRGÖ), 2021, 35 ss. (<http://dx.doi.org/10.1553/BRGOE2021-1s35>).

¹⁵ Vedi, da ultimo, A. SERETAKIS, *Appraising the New EU Appraisal Regime*, cit., 110 s., ritenendo opportuno estendere il diritto di recesso ai soci dell'incorporante, per i quali non cambia la legge applicabile, data l'alterazione di diritti e posizione finanziaria derivante dalla fusione; analogamente, in precedenza, T. PAPADOPOULOS, *Protection of shareholders in cross-border mergers*, cit., 989, sottolineando l'impatto della fusione transfrontaliera a prescindere dalla modifica della legge applicabile; J. SCHMIDT, *Cross-border Mergers, Divisions and Conversions: Accomplishments and Deficits of the Company Law Package*, in *ECFR*, 2019, 222 ivi 255. Ritiene plausibile un'estensione della tutela (da parte del legislatore nazionale) con riferimento allo scorporo, evidenziando l'impatto che può avere la creazione di una filiale all'estero, A. PÉREZ TROYA, *La Directiva sobre transformaciones*, cit., 74 s.

di tale libertà¹⁶, alla luce del quale, ad esempio, deve ritenersi sostanzialmente limitata la possibilità di porre requisiti che ostacolino la libertà di trasferimento¹⁷, e, al tempo stesso, riconosciuta la possibilità di trasferire la sola sede legale, proprio allo scopo di modificare il regime applicabile¹⁸.

Per quanto riguarda il secondo profilo, si tratta di capire se riconoscere il diritto di recesso in caso di operazione transfrontaliera, bene inteso nel contesto dell'Unione europea, contraddica, alla luce dell'armonizzazione del diritto societario, la libertà di circolazione.

Come noto, la dottrina italiana si era mostrata tradizionalmente scettica rispetto alla causa di recesso data dal trasferimento della sede all'estero, in origine prevista dall'art. 2437, comma 1, lett. c, c.c. e oggi contenuta nel d.lgs. 19/2023 di attuazione della Direttiva, ritenendo che la stessa contrastasse con i principi di libera circolazione e libertà di

¹⁶ T. SZABADOS, *The cross-border mobility directive and conflicts of laws – please mind the gap*, in *Freedom of Establishment and Cross-Border Mobility*, cit., 31, osservando che, se le trasformazioni transfrontaliere erano già ammesse dalla giurisprudenza della CGCE (i ben noti casi *Cartesio*, *Vale*, *Polbud*), la Direttiva, stabilendo una procedura in dettaglio, consente di dare certezza alle società; L. HUBNER-V. HABRICH, *The new regime*, cit., 201.

Il percorso citato nel testo è tuttora in evoluzione, non mancando decisioni rilevanti anche successive alla Direttiva: vedi, in merito al caso *Aures*, che include trasferimento della sede effettiva nella libertà di stabilimento, T. SZABADOS, *The cross-border mobility directive*, cit., 38.

¹⁷ E sul rilievo della sentenza *Polbud* in termini di limitata possibilità di porre requisiti che ostacolino la libertà di trasferimento vedi, prima della Direttiva, J. SCHMIDT, *Cross-border Mergers*, cit., 233.

¹⁸ T. SZABADOS, *The cross-border mobility directive*, cit., 35 ss., evidenziando l'assonanza, a tal proposito, tra il Considerando 2 e la sentenza *Polbud*, e ritenendo che la concorrenza regolatoria in UE possa aumentare in virtù della Direttiva, che consente il trasferimento di sede legale senza trasferire la sede effettiva e senza esercitare attività economica nello Stato di destinazione; A. PÉREZ TROYA, *La Directiva sobre transformaciones*, cit., 59, ove pure riferimento alla sentenza *Polbud* come fondamento per la libertà di scelta della *lex societatis*.

stabilimento¹⁹. E anche la più recente dottrina, sia italiana²⁰ che spagnola²¹, proprio con riferimento a quanto previsto dalla Direttiva, tende a confermare un simile giudizio alla luce della crescente armonizzazione (talora, con presumibile riguardo a specifici settori, come quello bancario²²), pur se la libertà di circolazione e di stabilimento si possono considerare alla base della Direttiva, che coordina con questi principi la tutela riservata ai soci di minoranza dissenzienti rispetto all'operazione transfrontaliera (qualificabile come uno degli interessi suscettibili di limitare tale libertà, sia pur in modo proporzionato, nella fattispecie evitando di imporre la liquidazione della società che voglia trasferirsi all'estero²³).

Al tempo stesso, però, si sottolinea di frequente la permanenza di significative differenze tra i diritti societari dei singoli Stati membri, specie in merito al rapporto tra maggioranza e minoranza e ai diritti alla seconda riconosciuti²⁴; in effetti, nonostante il costante ampliamento delle regole

¹⁹ Vedi, da ultimo, M. BIANCA, *Il recesso dalle società di capitali*, in *Società di capitali*, a cura di De Angelis, Pisa, 2025, 747; P. PISCITELLO, *Art. 2437*, in *Le società per azioni*, diretto da Abbadessa e Portale, Giuffrè, Milano, 2016, II, 2501; V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 3, Torino, 2006, 227.

²⁰ L. BENEDETTI, *The exit right of shareholders in cross-border conversions, mergers, divisions, in Freedom of Establishment and Cross-Border Mobility*, cit., 338; L. ARDIZZONE, *Fusioni, scissioni, trasformazioni transfrontaliere*, in *Il diritto societario europeo: quo vadis?*, a cura di P. Montalenti e M. Notari, Milano, 2023, 206, considerando singolare che il cambio di disciplina societaria nel contesto unionale sia considerato come elemento di rischio e non come opportunità; L. BENEDETTI, *The protection of shareholders in cross-border conversions*, cit., 1001; L. ARDIZZONE-C. MALBERTI, *Il diritto di recesso nelle operazioni straordinarie transfrontaliere*, cit., 59, giudicando opinabile la scelta legislativa in esame.

²¹ A. PÉREZ TROYA, *La Directiva sobre transformaciones*, cit., 75, considerando certamente discutibile la giustificazione del recesso alla luce della crescente armonizzazione.

²² Vedi, infatti, riferendosi all'armonizzazione della «normativa societaria e finanziaria» e alla specifica regolamentazione creditizia delle concentrazioni, sfavorevole al recesso (nota 21), sia pur in un discorso formulato in termini generali, A. SACCO GINEVRI, *Appunti sui profili regolamentari delle operazioni straordinarie transfrontaliere*, in *Dialoghi dir. economia*, ottobre 2023, 1 ivi 7.

²³ M. DEL MAR BUSTILLO SAIZ, *El derecho de separación*, cit., 153 ss., ove riferimenti alla giurisprudenza della Corte di Giustizia (in particolare, alla sentenza Polbud, § 53).

²⁴ S. ADDAMO, *Exit Right in Cross-Border Conversions, Mergers and Divisions under Italian Law*, in *European Company Law*, 2025, 2, 32, con particolare riferimento ai sistemi di governance e agli equilibri tra maggioranza e minoranza; L. BENEDETTI, *The exit right of shareholders*, cit., 338, sottolineando le notevoli differenze tra le normative nazionali in merito alla protezione delle minoranze; L. BENEDETTI, *The protection of shareholders in cross-border conversions*, cit., 1001.

unionali in materia di diritto societario²⁵, buona parte di questa materia risulta tuttora disciplinata a livello nazionale²⁶, in particolare, come si è sottolineato, per quanto attiene ai rapporti tra soci e amministratori²⁷ (la cui cruciale rilevanza pare evidente). Le menzionate differenze verranno, del resto, puntualmente confermate dall'analisi, pur essenziale, in materia di latitudine del diritto di recesso nei diversi diritti societari nazionali²⁸, la quale, per quanto da una prospettiva settoriale e limitata, mostra significative peculiarità della disciplina italiana rispetto alle altre qui oggetto di specifica considerazione, peraltro non solo in merito alle s.r.l., in generale, come già accennato, meno interessate dall'armonizzazione unionale, ma anche in merito alle s.p.a. In sostanza, a seconda dello specifico segmento della disciplina societaria di volta in volta considerato, la concreta distanza tra modelli societari corrispondenti può variare. E vale anche la considerazione inversa, peraltro a prescindere da specifici interventi unionali: si pensi alla spontanea convergenza delle varie discipline nazionali in tema di capitale minimo della s.r.l., occasionata proprio dalla giurisprudenza in materia di libertà di stabilimento.

In conclusione, l'approccio adottato dalla Direttiva è condivisibile, dato il perdurare di differenze talvolta anche notevoli di disciplina tra le società nel contesto dell'UE, che renderebbe opinabile imporre al socio dissenziente l'appartenenza ad un modello straniero corrispondente a volte più nel nome che nella sostanza a quello di provenienza. Il processo

²⁵ Sottolineato, ad esempio, da M. ANDENAS-F. WOOLDRIDGE, *European Comparative Company Law*, New York, 2009, 7, e, peraltro, parte di fenomeno più ampio: vedi P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo. Profili generali*, in *Il diritto societario europeo: quo vadis?*, cit., 22 s., il quale sottolinea come l'armonizzazione del diritto societario si realizzi, oltre che per mezzo delle direttive, anche in virtù di una tendenza all'omogeneizzazione nelle aperture comparatistiche delle singole discipline nazionali.

²⁶ Un quadro aggiornato dei vari provvedimenti unionali in materia, da cui emergono a un tempo stesso l'importanza degli stessi, ma anche l'ambito applicativo ancora ben definito, può essere trovato nel FACTSHEETS - COMPANY LAW, *Fact Sheets on the European Union - 2025* al link https://www.europarl.europa.eu/ftu/pdf/en/FTU_2.1.11.pdf

²⁷ G. KURTULAN, *Minority Shareholder Protection in Cross-Border Mergers: A Must for or an Impediment to the European Single Market?*, in *Eur. Bus. Org. Law Rev.*, 2017, 101 ivi 112; la situazione non sembra, quindi, molto diversa quella descritta vent'anni orsono: S.K. MILLER, *Minority Shareholder Oppression in the Private Company in the European Community: A Comparative Analysis of the German, United Kingdom, and French Close Corporation Problem*, in *Cornell Int'l L.J.*, 1997, 381 ivi 422 ss.

²⁸ Del resto, si è osservato che il diritto di recesso rientra, normalmente, tra gli ambiti di disciplina regolati autonomamente dagli stati membri: A. VICARI, *European Company Law*, Berlino, 2021, 158.

di armonizzazione del diritto societario, pur indubitabile, non riguarda, infatti, tutte le società in egual misura, e radicali differenze persistono nella regolamentazione di fenomeni simili o uguali, anche confrontando Stati (geograficamente e) culturalmente vicini, come Italia e Francia (si pensi proprio a quanto si vedrà in merito alla disciplina del recesso). È vero, da un lato, che è difficile, se non impossibile, arrivare ad una conclusione univoca sul rilievo del cambio di nazionalità di una società, ad esempio s.r.l., che diventi il modello corrispondente di altro Stato: si pensi alla presumibilmente scarsa rilevanza di un passaggio da *GmbH* tedesca a *GmbH* austriaca, a confronto con il ben diverso scenario che affronterebbero i soci di una s.r.l. che intenda varcare un confine e diventare *SARL* o varcarne due e diventare *sociedad limitada*²⁹. Tuttavia, dall'altro lato, non parrebbe plausibile un'applicazione del recesso, per quanto qui interessa, sulla base di un approccio variabile, ossia caso per caso, date le superiori esigenze di certezza del diritto e dei rapporti commerciali e societari, che rappresentano a tutti gli effetti un argomento interpretativo, e non un mero inconveniente.

Quanto alle altre possibili cause astrattamente in grado di giustificare la previsione del recesso³⁰, e, come anticipato, correlate, ma certo non coincidenti con il mutamento di disciplina applicabile, si possono menzionare gli effetti delle barriere linguistiche³¹ e delle distanze geografiche³² derivanti da un'operazione transfrontaliera, almeno di

²⁹ Con riferimento al caso, a tal proposito simile, della s.r.l. italiana che diventi *GmbH* tedesca, considerando evidente la differenza per il socio, vedi C. RINALDO, *Le trasformazioni transfrontaliere*, cit., 1421 nota 72, giustamente sottolineando che la somiglianza tra le due forme giuridiche non cambia questa valutazione.

³⁰ Implicitamente disconosciute da chi si riferisce alla sola alterazione delle condizioni di rischio derivante dal cambio di legge applicabile: vedi A. SACCO GINEVRI, *Appunti sui profili regolamentari*, cit., 7.

³¹ Per cui vedi J. LEPETIC, *Minority shareholder protection*, cit., 303, che ricollega la disponibilità del materiale relativo alle delibere in altra lingua all'aumento dei costi relativi all'esercizio dei diritti; le barriere linguistiche sono tenute in considerazione sotto diverso profilo, e precisamente in relazione alla proposta di direttiva che ha poi portato alla Direttiva 2021/2019, da J. SCHMIDT, *Cross-border Mergers*, cit., 243, che auspica una chiara armonizzazione e la possibilità di utilizzare un'unica lingua (di fatto, l'inglese, visto il riferimento alla finanza e al commercio internazionale), a fronte di una certa ambivalenza della proposta di direttiva.

³² L. BENEDETTI, *The exit right of shareholders*, cit., 338, ricollegando al collocamento della sede all'estero una possibile diminuzione di informazioni per il socio; J. LEPETIC, *Minority shareholder protection*, cit., 303, riferendosi allo spostamento del luogo di convocazione dell'assemblea; L. BENEDETTI, *The protection of shareholders in cross-border conversions*, cit., 1001.

regola, ossia quando non sussistano particolari condizioni linguistiche e territoriali tali da attenuarli, in modo anche significativo (si pensi ad un'operazione che coinvolga società situate in Paesi o regioni di questi tra loro finitimi, o nei quali si parla la stessa lingua).

Tali cause acquisterebbero, a ben vedere, un potenziale rilievo in un ipotetico scenario di armonizzazione completa, tale da mettere seriamente in discussione il riconoscimento del diritto di recesso sulla scorta della modifica di regolamentazione applicabile. Si tratta, però, di variabili che paiono entrambe recessive, date le ormai diffuse possibilità tecnologiche di superamento delle stesse, per mezzo di sistemi di traduzione sempre più avanzati e per mezzo del ricorso a modalità telematiche di intervento nella vita societaria sempre più accessibili (ovviamente, nella misura in cui siano ammesse).

3. *L'impatto della regola nei principali ordinamenti europei*

Si intende a questo punto appurare quale sia stato l'impatto della Direttiva nei diritti nazionali in merito al diritto di recesso, ossia descrivere la relazione tra il regime introdotto a tale specifico riguardo e quello generalmente vigente (senza entrare nel merito dell'impatto sul sistema delle operazioni straordinarie, che risulta talora modificato in modo anche rilevante in sede di attuazione della Direttiva, come segnalato in dottrina³³). L'analisi riguarda alcuni Paesi europei (Germania, Francia, Italia, Spagna), scelti essenzialmente in base ad un criterio di importanza economica, talora utilizzato in dottrina³⁴, e che pare in ogni caso plausibile considerando che da tale variabile dipenderà verosimilmente un più frequente coinvolgimento delle società operanti in tali ordinamenti e la conseguente applicazione dei relativi diritti societari. È possibile fare riferimento, pertanto, alla lista dei Paesi facenti parte del G7, cui appartengono Germania, Francia, Italia, e aggiungere a questi la Spagna, che si colloca

³³ C. RINALDO, *Le trasformazioni transfrontaliere*, cit., 1399, nota 1, con riferimento alla disciplina di attuazione tedesca, sulla quale vedi poi riferimenti a 1404 nota 17.

³⁴ Vedi S. GRUNDMANN, *Europaisches Gesellschaftrecht*, Heilderber, 2011, 30 s., sulla base dell'osservazione secondo la quale la dimensione di un'economia nazionale tende a riflettere l'estensione della relativa prassi societaria, essendo la gran parte delle operazioni economiche compiute da società di capitali.

subito dopo i menzionati Stati dell'Unione per quanto riguarda il PIL³⁵, e la cui disciplina del diritto di recesso risulta di interesse vista la sua somiglianza a quella italiana.

3.1 *Disciplina generale del recesso.*

La disciplina generale del recesso verrà tratteggiata in modo essenziale, senza approfondimenti che in questa sede non sarebbero possibili, e in specifica considerazione dello scopo dell'indagine, soffermandosi in particolare sulla, per certi versi intuitiva, differenza nel trattamento delle operazioni transfrontaliere rispetto alle corrispondenti operazioni tra società domestiche, e considerando, quindi, i diversi approcci nazionali in merito alla connessione tra recesso e trasformazione, che può reputarsi molto frequente, e tra recesso e fusione (o scissione), decisamente meno frequente.

Prendendo le mosse dalla disciplina nostrana, come noto, per quanto qui di interesse, la trasformazione è una delle numerose ipotesi di recesso (ed era una delle tre fattispecie previste anche prima della riforma del 2003), riconducibile alla necessità di tutelare il socio rispetto ad una modifica della disciplina applicabile alla società³⁶, alla quale si affiancano, nella s.r.l., fusioni³⁷ e scissioni. Proprio la differenza sotto tal profilo esplicita tra s.p.a. e s.r.l. rende opportuna una breve digressione su un'altra fattispecie di recesso dalla s.p.a. spesso evocata nel contesto delle operazioni transfrontaliere, ossia quella prevista dall'art. 2437, lett. g, c.c. Parte della dottrina ritiene, infatti, di escludere il rilievo, a tal fine, delle modifiche indirette, da cui deriverebbe il diritto dell'azionista al recesso in caso di fusione e scissione, in spregio alla chiara scelta (restrittiva) operata

³⁵ Secondo i dati della Banca Mondiale (https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=EU&most_recent_value_desc=false).

³⁶ Sia consentito, a tal proposito, un rinvio a P. BUTTURINI, *I casi di recesso da s.p.a. previsti dall'art. 2437 c.c.*, in *NDS*, 2025, 716 ivi 740 e 751 ss.

³⁷ Va, a tal proposito, ricordato che, come accade in Spagna, nello specifico caso di fusione per incorporazione di una o più società in un'altra che possiede almeno il novanta per cento delle loro azioni o quote, è possibile evitare gli adempimenti documentali di cui agli artt. 2501-*quater*, 2501-*quinquies*, 2501-*sexies* c.c. riconoscendo ai soci dell'incorporata il diritto di far acquistare le loro azioni o quote dalla società incorporante per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso. Diritto, a ben vedere, strutturalmente diverso ma funzionalmente simile al diritto di recesso.

nell'art. 2437 c.c.³⁸; un'ulteriore necessità di interpretare restrittivamente la norma viene poi segnalata nel caso specifico delle fusioni transfrontaliere, che risulterebbero ostacolate riconoscendo il recesso a tale titolo³⁹. Il tema meriterebbe ulteriori approfondimenti, ma, per quanto qui di rilievo, va solo evidenziato che probabilmente si può escludere l'applicabilità della norma in caso di fusione, domestica o transfrontaliera (non implicante cambio di legge applicabile), considerando gli effetti della stessa sui diritti di partecipazione dei soci come apparentabili a mere modifiche di fatto, pur concretamente molto rilevanti (e specificamente tutelate da altre norme), ma non rientranti nell'ambito applicativo della fattispecie di recesso in esame, al pari di quelle derivanti da altre operazioni societarie che alterano il peso originario delle partecipazioni dei singoli soci, senza però incidere sui diritti incorporati nelle azioni. In assenza di cambio della *lex societatis*, infatti, così come nel caso di operazione domestica, il socio vedrà variare la sua posizione nella società, e in concreto potrà esercitare in una diversa misura i propri diritti, in quanto tali rimasti, però, intatti.

Nell'ordinamento spagnolo, oltre ad ipotesi di non stretto interesse ai fini dell'analisi, un diritto, funzionalmente simile al recesso⁴⁰, a vendere la partecipazione alla società è riconosciuto nel caso di alcune operazioni straordinarie (*modificaciones estructurales*), richiamate dall'art. 346.3 *Ley de Sociedades de Capital - LSC* e disciplinate nella *Ley de modificaciones estructurales - LME*; si tratta, secondo l'art. 12 *LME*, delle ipotesi di trasformazione⁴¹ e fusione di una società partecipata al 90% in assenza di predisposizione delle relazioni degli amministratori e degli esperti (sulla quale vedi l'art. 54 *LME*). Pertanto, come risulta da un confronto con

³⁸ G. TERRANOVA, *Modifiche del quorum deliberativo ed esperibilità del diritto di recesso*, in *Notariato*, 2017, 449 ivi 454; P. PISCITELLO, *Art. 2437*, cit., 2502; C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, 185 s.

³⁹ L. ARDIZZONE-C. MALBERTI, *Il diritto di recesso nelle operazioni straordinarie transfrontaliere*, cit., 59 s. (e nota 34 per ulteriori riferimenti); S. ADDAMO, *Exit Right in Cross-Border Conversions*, cit., 35.

⁴⁰ Definito, non a caso, come "variante" del diritto di recesso (BOLETÍN OFICIAL DEL ESTADO Núm. 154 Jueves 29 de junio de 2023 Sec. I. Pág. 90571).

⁴¹ Dal mancato consenso alle quali è, del resto, tradizionalmente derivato il diritto di recesso: E. VALPUESTA GASTAMINZA, *Comentarios a la ley de sociedades de capital*, Madrid, 2018, 905.

l'approccio nostrano, salvo il caso della trasformazione, quello della fusione rileva in termini di *exit* sulla base di presupposti specifici⁴².

Nel diritto tedesco l'ambito applicativo del diritto di recesso (sempre inteso in senso lato, come obbligo di acquisto delle partecipazioni dei soci dissenzienti) risulta più limitato, configurandosi, per quanto qui interessa, sia per le società azionarie che per quelle a responsabilità limitata⁴³, in caso di trasformazione⁴⁴, anche derivante da una fusione⁴⁵.

Nel diritto francese il diritto di recesso è sostanzialmente assente⁴⁶ nelle ipotesi qui in esame (dato che ad esse non è apparentabile l'obbligo di acquisto della partecipazione da parte della società, di un terzo o di un altro socio, posto come requisito di efficacia ai limiti al trasferimento delle partecipazioni⁴⁷).

3.2 *Disciplina specifica del recesso in caso di operazioni transfrontaliere.*

Sullo sfondo di questo panorama, come è chiaro, piuttosto variegato, si può ora considerare la disciplina specifica relativa alle operazioni transfrontaliere, partendo dal considerare che il recesso⁴⁸ per così dire

⁴² La soluzione prevista in materia di fusione di una società partecipata al 90% è, all'evidenza, analoga a quella contenuta nell'art. 2505-bis, c.c.

⁴³ Vedi, infatti, il § 3 (1) 2 *Umwandlungsgesetz* (*UmwG*), che richiama sia le società azionarie (*Aktiengesellschaft - AG*) che quelle a responsabilità limitata (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung - GmbH*).

⁴⁴ *UmwG*, § 207; vedi G. WIRTH-M. ARNOLD-R. MORSAUSER-M. GREENE, *Corporate Law in Germany*, Monaco, 2010, 95. Per ulteriori riferimenti in merito alla riforma delle operazioni straordinarie interne nel diritto tedesco nel contesto dell'attuazione della Direttiva vedi C. RINALDO, *Le trasformazioni transfrontaliere*, cit., 1404, nota 17.

⁴⁵ *UmwG*, § 29; vedi R. VEIL, *The German Law on Transformation*, in *Issues and challenges in corporate and capital market law: Germany and East Asia*, a cura di H. Fleischer, H. Kanda, K. Sik Kim, P. Mülbart, Tübingen, 2018, 17, sottolineando che il cambiamento di forma societaria implica il cambio radicale delle regole applicabili; E. ROCK-P. DAVIES-H. KANDA-R. KRAAKMAN-W. RINGE, *Fundamental Changes, in The Anatomy of Corporate Law*, a cura di R. Kraakman, Oxford, 2017, 186; G. WIRTH-M. ARNOLD-R. MORSAUSER-M. GREENE, *Corporate Law in Germany*, cit., 95.

⁴⁶ S. ADDAMO, *Diritto di recesso e modifica dei diritti di voto o di partecipazione*, Milano, 2022, 72; P. PISCITELLO, *Recesso organizzativo e diritti patrimoniali del socio uscente nella s.p.a.*, Torino, 2018, 13 nota 23. Vale peraltro la pena evidenziare che si tratta di ordinamento societario nel quale vige normalmente il principio maggioritario (sia pur richiedendosi quorum specifici) in merito alle modifiche statutarie: M. COZIAN-A. VIANDIER-F. DEBOISSY, *Droit de sociétés*, Parigi, 2019, 441 ss.; M. GERMAIN-V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*, Parigi, 2017, 674 ss.; una regola specifica, analizzata *infra*, § 3.2, prevedeva, prima della modifica imposta dalla Direttiva 2019, un voto unanime per il trasferimento della sede all'estero.

⁴⁷ Per cui vedi l'art. L 228-23 C. com. (per le anonime) e l'art. L 223-14 C. com. (per le *société à responsabilité limitée - SARL*).

⁴⁸ Come già accennato (*supra*, § 1), si tratta, più specificamente, di un diritto di alienazione della partecipazione, funzionalmente omogeneo al diritto di recesso.

necessario, ossia imposto agli Stati dalla Direttiva⁴⁹, è relativo al caso in cui si verifichi un mutamento della legge applicabile e per i soli soci dissenzienti. A tale ultimo proposito, si è osservato trattarsi di approccio che, da un lato, riduce l'impatto finanziario del recesso⁵⁰, ma, dall'altro, potrebbe favorire un voto contrario e mettere a rischio l'operazione nel suo complesso⁵¹. Il singolo Stato membro potrebbe, poi, riconoscere la stessa prerogativa anche ai soci privi di diritto di voto⁵² o che non subiscono una variazione della legge applicabile (Considerando 18, Dir. 2019/2021). Il tema va, peraltro, completato considerando, insieme a tali regole, quelle relative alle maggioranze richieste, che sono necessariamente qualificate, in quanto il *quorum* deliberativo è pari almeno ai due terzi del capitale presente in assemblea, ma non superiore al 90%, e comunque non superiore a quello previsto dalla legge nazionale per l'approvazione di una fusione transfrontaliera⁵³. In sostanza, se in sede di attuazione si prevedessero maggioranze molto elevate, ne risulterebbe per i soci una diversa forma di tutela⁵⁴, e, al tempo stesso, una riduzione delle conseguenze patrimoniali potenzialmente derivanti dall'*exit*.

Venendo, dunque, alle discipline nazionali di attuazione, risulta interessante rilevare in quale misura si sia eventualmente ampliata la tutela riconosciuta ai soci di minoranza, non tanto riconoscendo il diritto di vendita in assenza di un cambio di legge applicabile, opzione che non risulta percorsa, quanto, piuttosto, estendendone la fruizione oltre il caso dei soci che hanno votato contro (costituente il livello minimo di armonizzazione).

Partendo, di nuovo, dalla disciplina domestica, non sorprende che, in un contesto favorevole al diritto di recesso, la legittimazione a chiedere

⁴⁹ Vedi le norme della Direttiva 2017/1132 modificate dalla Direttiva 2019/2021, relativamente a trasformazione (Art. 86-*decies* Dir. 2017/1132), fusione (Art. 126-*bis* Dir. 2017/1132) e scissione (Art. 160-*decies* Dir. 2017/1132).

⁵⁰ J. LEPETIC, *Minority shareholder protection*, cit., 320, confrontando la soluzione con quella che era stata proposta in precedenza, con più ampia legittimazione al recesso obbligatorio, anche in capo a soci privi di voto o astenuti.

⁵¹ L. BENEDETTI, *The exit right of shareholders*, cit., 336.

⁵² O, come si è segnalato, agli assenti o astenuti (L. BENEDETTI, *The protection of shareholders in cross-border conversions*, cit., 999), vista l'espressa possibilità per ciascuno Stato membro di riconoscerla ai soci non consenzienti.

⁵³ Artt. 86-*novies*, comma 3, 160-*novies*, comma 3, Dir. 2017/1132.

⁵⁴ Consistente nella possibilità di negoziare con la maggioranza: L. BENEDETTI, *The protection of shareholders in cross-border conversions*, cit., 1012.

l'acquisto forzoso della partecipazione sia stata riconosciuta ai soci che non hanno concorso ad approvare l'operazione transfrontaliera, quindi anche assenti e astenuti, come del resto accade anche nei casi previsti dagli artt. 2437 e 2473 c.c.⁵⁵. Inoltre, va ricordato che il d. lgs. 2 marzo 2023, n. 19, attuando la Direttiva anche in questo caso in modo da offrire maggiore tutela ai soci⁵⁶, ha introdotto l'art. 2510-bis, c.c., a mente del quale il trasferimento della sede all'estero «è posto in essere mediante trasformazione in conformità alle disposizioni che regolano le operazioni di trasformazione transfrontaliera e internazionale». L'opinione maggioritaria reputa che dalla norma si debba trarre l'impossibilità di trasferire la sede legale senza modificare la legge applicabile⁵⁷; per quanto qui interessa, va peraltro evidenziato che, anche distinguendo tra le due fattispecie (trasferimento della sede all'estero e trasformazione transfrontaliera), come suggerito da altra dottrina in base all'analisi dei passaggi da legge delega a decreto legislativo di attuazione, si ritiene comunque doverosa in entrambi i casi l'applicazione delle misure di protezione previste (anche) a favore dei soci⁵⁸.

⁵⁵ L. BENEDETTI, *The protection of shareholders in cross-border conversions*, cit., 1000; S. ADDAMO, *Exit Right in Cross-Border Conversions*, cit., 38, evidenziando che la disciplina italiana prevede un ambito più esteso di applicazione del recesso, ma nel rispetto dei limiti ammissibili alla libertà di trasferimento (sui quali vedi, ad esempio, T. PAPADOPOULOS, *Protection of shareholders in cross-border mergers*, cit., 1004).

⁵⁶ E, si ritiene, compatibilmente con la libertà di stabilimento: S. ADDAMO, *Exit Right in Cross-Border Conversions*, cit., 35.

⁵⁷ S. ADDAMO, *Exit Right in Cross-Border Conversions*, cit., 35; F.M. MUCCIARELLI, *Art. 2510-bis*, in L. ENRIQUES-F.M. MUCCIARELLI, *Società costituite all'estero. Trasferimento della sede all'estero*, in *Commentario Scialoja Branca*, Bologna, 2024, 167 s.; C. RINALDO, *Le trasformazioni transfrontaliere*, cit., 1431; F. MAGLIULO, *L'attuazione della direttiva (UE) 2019/2121 nell'ordinamento italiano*, cit., 498. In giurisprudenza vedi Trib. Milano, 18 ottobre 2024, disponibile sul sito www.giurisprudenzadelleimprese.it; pur essendo relativa ad una fattispecie di trasferimento della sede fuori UE, la sentenza esprime, per quanto qui interessa, un principio generale, ossia valido anche in caso di trasformazione transfrontaliera.

Un ulteriore argomento a contrario può forse trarsi dal trattamento che tale fattispecie riceve nel contesto della disciplina della SE: L. ARDIZZONE-C. MALBERTI, *Il diritto di recesso nelle operazioni straordinarie transfrontaliere*, cit., 42, sottolineano che il trasferimento della società in un altro Paese non integra, in tal caso, trasformazione transfrontaliera; ma si tratta, in effetti, di un diverso scenario, nell'ambito del quale il cambio di nazionalità non implica modifica della legge applicabile.

⁵⁸ Vedi N. DE LUCA, *Prime riflessioni sul nuovo art. 2510-bis c.c., in materia trasferimento della sede all'estero. Veramente l'Italia abbandona il criterio dell'incorporazione?*, in *RDS*, 2024, 243, 252 ss., in particolare 258 (per la necessità di superare la lettura che ritiene preclusa la delibera di trasferimento della sede all'estero senza mutamento della legge applicabile) e

L'altra disciplina societaria tendenzialmente favorevole al recesso, almeno considerando l'estensione delle relative fattispecie, ossia quella spagnola, riconosce il diritto di alienazione delle partecipazioni ai soci che hanno votato contro l'operazione transfrontaliera, quindi non agli assenti o astenuti, ma anche ai soci privi del diritto di voto⁵⁹, e, simmetricamente a quanto accade nel nostro ordinamento, equipara alla trasformazione transfrontaliera il trasferimento del domicilio sociale da uno Stato membro a un altro con cambio della legge applicabile⁶⁰. Merita osservare che il perimetro della legittimazione all'*exit* è stato disegnato, nel caso dell'operazione transfrontaliera, in modo restrittivo rispetto alla regola generale, che si riferisce ai soci che non hanno votato a favore di una delle delibere ivi considerate, compresi i soci senza diritto di voto (art. 346 LSC).

Più restrittiva risulta l'opzione adottata dal legislatore tedesco, che riconosce il diritto in esame solo ai soci che hanno votato contro⁶¹.

In questi primi tre casi (Italia, Germania e Spagna), si è evidenziato l'impatto relativamente modesto della soluzione adottata in virtù della Direttiva rispetto alle regole precedentemente in vigore⁶², considerazione peraltro valida anche per altri ordinamenti europei⁶³, qui non oggetto di specifica attenzione.

Peculiare, invece, e sotto due diversi aspetti, il caso della Francia, ove, come in Spagna, si riconosce il diritto in esame ai soci che hanno votato

260 (per la necessità di applicare al trasferimento della sede le «regole di procedura e di pubblicità» previste per la trasformazione transfrontaliera «quali cautele per i soci e per i terzi»; tra le quali, se bene si intende, andrebbe incluso il recesso). Peraltro, una diversa ricostruzione in merito al rapporto tra legge delega a decreto legislativo di attuazione è offerta da F.M. MUCCIARELLI, *Art. 2510-bis*, cit., 164 ss.

⁵⁹ Vedi gli artt. 12.2 e 86 LME.

⁶⁰ A. PÉREZ TROYA, *La Directiva sobre transformaciones*, cit., 54 e 63 (ove si specifica che il trasferimento deve riguardare almeno la sede sociale, senza necessità di trasferire anche quella reale).

⁶¹ L. HUBNER-V. HABRICH, *The new regime*, cit., 208 nota 46, richiamando *UmwG*, § 313(1); analogamente, in caso di trasformazione transfrontaliera, *UmwG*, § 340. La soluzione era già contenuta nel previgente *UmwG*, §122i (richiamato da L. BENEDETTI, *The protection of shareholders in cross-border conversions*, cit., 997).

⁶² L. BENEDETTI, *The exit right of shareholders*, cit., 334; L. BENEDETTI, *The protection of shareholders in cross-border conversions*, cit., 994 ss.; con riferimento all'Italia vedi anche S. ADDAMO, *Exit Right in Cross-Border Conversions*, cit., 34; in merito alla Spagna, A. PÉREZ TROYA, *La Directiva sobre transformaciones*, cit., 73.

⁶³ Vedi, riferendosi anche a Austria, Danimarca, Olanda, L. HUBNER-V. HABRICH, *The new regime*, cit., 207.

contro l'operazione transfrontaliera o sono privi del diritto di voto⁶⁴, a fronte, però, come si è già evidenziato, di una sostanziale assenza del recesso nel diritto societario. Questo primo aspetto di interesse è stato puntualmente evidenziato dalla dottrina, chiarendo come l'attuazione della Direttiva sia elemento eccentrico rispetto alla normale ostilità del diritto societario francese nei confronti di ipotesi in cui un azionista possa imporre agli altri (o alla società) l'acquisto delle sue azioni, che ricorrono in casi molto diversi da quelli qui esaminati (ad esempio società a capitale variabile, società civile, GEIE)⁶⁵, o che, si può aggiungere, dipendono da specifiche e volontarie opzioni statutarie, come accade nel bilanciamento alla previsione di un mero gradimento al trasferimento di quote o azioni, già menzionato.

Il secondo profilo interessante in merito al caso della Francia è l'impatto della regola unionale, sopra richiamata, prevista per le maggioranze, come visto qualificate ma anche limitate nel loro massimo. Per il trasferimento della sede all'estero era, in origine, necessario un voto unanime dei soci⁶⁶: soluzione, questa, astrattamente in grado di spiegare, sia pur solo in questo specifico caso, l'assenza del diritto di recesso. Come è stato evidenziato, si è poi introdotta una deroga per le società cui si applica la Direttiva, in modo da consentire che simili delibere siano prese con le maggioranze previste per le modifiche statutarie⁶⁷.

In sintesi, considerata l'attuazione della Direttiva in merito all'*exit*, si possono formulare tre osservazioni che paiono potenzialmente interessanti.

L'approccio adottato dai singoli legislatori non sempre è risultato esattamente in linea con quanto già previsto in generale in materia di recesso, pensando, in particolare, alla soluzione francese, che non è la più restrittiva, a fronte di un regime generale che non riconosce l'*exit* al socio, a fronte dell'attuazione minima nel diritto societario tedesco, nel quale al recesso è generalmente riconosciuto un certo spazio applicativo.

⁶⁴ H. LE NABASQUE, *Les droits des associés. A propos de leur droit de retrait*, in *Revue des sociétés*, 2023, 767, 768 s.

⁶⁵ H. LE NABASQUE, *Les droits des associés*, cit., 767.

⁶⁶ Vedi, prima delle modifiche introdotte in attuazione della Dir. 2021/19, M. GERMAIN-V. MAGNIER, *Les sociétés commerciales*, cit., 152 ss.; M. COZIAN-A. VIANDIER-F. DEBOISSY, *Droit de sociétés*, cit., 149 s.

⁶⁷ Vedi, anche per ulteriori riferimenti, C. RINALDO, *Le trasformazioni transfrontaliere*, cit., 1414 nota 50.

La rilevanza della regola imposta a livello unionale è stata, non sorprendentemente, variegata, ora confermando soluzioni analoghe già in precedenza spontaneamente adottate dai legislatori nazionali, ora imponendo, invece, decisi cambi di rotta.

Un dato comune risulta, invece, la conferma del chiaro collegamento tra *exit* e cambio di legge applicabile: almeno in relazione alle discipline nazionali qui considerate, non risulta un'estensione del perimetro della tutela riservata ai soci minoritari con riferimento a casi nei quali tale condizione non si sia verificata, dipendendo la stessa dalle ordinarie regole in materia di recesso (con la ben nota distinzione, per quanto riguarda la nostra disciplina, tra s.p.a. e s.r.l.).

Tanto considerato con riguardo al percorso finora intrapreso dall'Unione e dai singoli legislatori, merita ora proseguire l'analisi in chiave prospettica, alla luce delle linee evolutive più o meno chiaramente emergenti nel contesto unionale, e quindi in ottica comparatistica, con uno sguardo al trattamento che fattispecie assimilabili, pur se non coincidenti, ricevono negli Stati Uniti.

4. *Tutela minima dei soci ed evoluzione del diritto societario europeo.*

La scelta di imporre il diritto di recesso a favore dei soci dissenzienti rispetto alle operazioni transfrontaliere deve ora essere contestualizzata nel divenire del diritto societario europeo.

4.1 *Tutela minima dei soci e 28° diritto societario (per le società innovative?)*

Una prima, ben definita, linea evolutiva da considerare è quella del c.d. 28° diritto societario. Allo stato, pur essendo già avviato il relativo processo⁶⁸, si potranno solo formulare considerazioni necessariamente

⁶⁸ Anche se il termine entro il quale l'iniziativa dovrebbe concretizzarsi è già stato prorogato, essendo stato fissato inizialmente a cavallo tra il 2025 e il 2026 (vedi COM(2025) 30 final - COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE EUROPEAN COUNCIL, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS - A Competitiveness Compass for the EU, 8), risultando, ora coincidente con il primo quadrimestre 2026 (Risoluzione del Parlamento europeo del 20 gennaio 2026 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti il 28° regime: un nuovo quadro giuridico per le imprese innovative (2025/2079(INL)), 9, in linea con COM(2025) 270 final COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE

provvisorie, che sembrano, però, di un certo interesse e di indubbio rilievo ai fini specifici dell'indagine.

La tensione tra armonizzazione, mobilità transfrontaliera e recesso potrebbe, infatti, risolversi, in astratto anche incidendo radicalmente sulla latitudine dell'*exit*, a seconda di come effettivamente questa iniziativa verrà attuata. Ipotizzando uno scenario di reale e completa armonizzazione, non sarebbe peregrino un radicale cambio della risposta alla domanda di tutela del socio non assenziente ad una modifica di legge applicabile, il rilievo della quale verrebbe meno in tale scenario ipotetico. Si può, infatti, dubitare che le ulteriori ragioni per le quali il recesso potrebbe venire in tal caso riconosciuto, ossia la barriera linguistica (peraltro ben chiara anche nel processo che conduce al nuovo regime unitario, e trattata, si direbbe, con una certa ambivalenza⁶⁹) e la distanza geografica, conservino un rilievo sufficiente per giustificare la previsione di una tutela indisponibile.

Il primo profilo da chiarire, già accennato nel titolo del paragrafo, attiene al presumibile ambito applicativo dell'iniziativa legislativa in questione. Nonostante le aspettative di alcuna dottrina, che riteneva probabile una principale focalizzazione sulle società innovative⁷⁰, verosimilmente sulla scorta della prima comunicazione⁷¹, anteriore solo di

EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS - *The EU Startup and Scaleup Strategy Choose Europe to start and scale*, 19).

⁶⁹ Stando ai documenti finora disponibili, infatti, il 28° regime si baserà su modelli unitari predisposti nelle lingue ufficiali dell'UE (Risoluzione del Parlamento europeo del 20 gennaio 2026 (2025/2079(INL), cit., 15, in linea con il *Draft report - Committee on Legal Affairs*, 2025/2079(INL), 12) o in parte in queste lingue e in parte in inglese (BUSINESSEUROPE, *Position paper. 28th regime - A new optional EU-wide company statute to help SMEs set-up, scale-up and prosper in the Internal Market*, 3, ove riferimento al «template for articles of association (available in all the official languages of the European Union)», e 12, ove, viceversa, viene segnalato l'inglese come lingua per alcuni specifici documenti (*the deed of Incorporation, shareholder KYC forms and Tax/VAT registration screens*)). Il tema è indubbiamente complesso (vedi, in dottrina, su profili corrispondenti in merito alla Proposta di Direttiva 2021/19, J. SCHMIDT, *Cross-border Mergers*, cit., 243), e non è questa la sede per formulare specifiche considerazioni linguistiche; una sorta di "doppio binario", pur in astratto comprensibile ragionando sui documenti di più largo accesso, per i quali si raccomanda l'uso dell'inglese, rischia comunque di creare problemi, e non è forse la soluzione più lineare.

⁷⁰ E. ASENOV-G. RANCHEV, *Problems related to the EU 28th legal regime: the Bulgarian perspective*, in *Collection of papers. New economy*, 2025, Vol.3 (1), 47 ivi 49, ipotizzando la previsione di specifici criteri relativi alla qualificazione dei dipendenti, alle spese in ricerca e sviluppo e alla titolarità di brevetti.

⁷¹ Vedi COM(2025) 30, cit., 2 ss., prevalentemente incentrata sulle società innovative e sui loro specifici bisogni, anche se con considerazioni estese a molti settori solo in senso lato

qualche mese rispetto ai più recenti documenti in materia che si sono potuti reperire, da questi ultimi emerge, in realtà, una chiara intenzione di predisporre un regime societario che tenga, sì, conto delle esigenze di tali società, ma abbia ben più ampio spettro di azione. Il *position paper* di *BusinessEurope* e la più recente comunicazione della Commissione si riferiscono, infatti, alle *SMEs*, che sono come è ovvio una categoria molto più rappresentata rispetto a quella delle società innovative, peraltro chiarendo che non si tratta di un riferimento casuale, ma basato sulla considerazione secondo la quale il nuovo regime, in primo luogo dedicato alle start-up, deve essere reso disponibile per ogni tipo di società⁷². Ancora più significativo, sul punto, il tenore del *Draft report* rivolto dal *Committee Legal Affairs* al Parlamento (poi confermato a tal proposito dalla Risoluzione del Parlamento europeo⁷³), che esclude espressamente la limitata applicazione del nuovo regime alle società innovative, ritenendo che dover eventualmente provare tale carattere costituirebbe un vincolo e un ostacolo, a fronte invece della necessità e dell'intenzione di ridurre vincoli e ostacoli⁷⁴. Sembrerebbe, pertanto, derivare dalla sola esigenza di sintesi il rapido riferimento alle società innovative contenuto in una recente comunicazione del Consiglio⁷⁵, peraltro relativa ad un oggetto molto più articolato: circostanza, questa, che giustifica una certa approssimazione sul profilo specifico qui in esame e consente di non rimettere, almeno allo stato, in discussione l'ampiezza del perimetro dei potenziali destinatari della nuova disciplina.

Quanto, poi, alle modalità tramite le quali arrivare al 28° regime, stando a quanto finora emerge, pare che si intenda procedere per mezzo di una direttiva, mirando ad offrire un regime che affianchi le discipline

innovativi, come quelli variamente collegati alle biotecnologie (ivi, 6), che vedono tra i loro attori anche società non tecnicamente definibili come innovative, o non solo tali.

⁷² Vedi, con particolare chiarezza, *BUSINESSEUROPE*, *Position paper*, cit., 2, escludendo una limitazione a specifiche categorie di società; ma è sparito ogni riferimento specifico alle società innovative anche in COM(2025) 270, cit., 4 s., ove si parla di «startup and scaleup companies».

⁷³ Risoluzione del Parlamento europeo del 20 gennaio 2026 (2025/2079(INL)), cit., 6 e 11.

⁷⁴ Vedi, con particolare riferimento alle società di dimensioni medio-piccole, che si troverebbero altrimenti a sopportare un ulteriore adempimento e relativo costo, *Draft report - Committee on Legal Affairs*, 2025/2079(INL), cit., 15.

⁷⁵ Vedi *European Council conclusions on competitiveness and twin transition*, IV. 34, ove si menziona «an optional 28th company law regime allowing innovative companies to scale up».

nazionali⁷⁶, inizialmente, si riteneva, sulla falsariga di quanto fatto in merito alla *Societas Privata Europea*⁷⁷, e quindi indirizzandosi verso una ulteriore iniziativa volta a offrire un modello opzionale, ma, da ultimo, riferendosi anche ad una più penetrante armonizzazione dei diritti nazionali⁷⁸. Gli esiti di questo processo sono, al momento, difficilmente prevedibili.

Il *Draft report* attualmente disponibile e verosimilmente oggetto in futuro di discussione, anche perché sostanzialmente recepito, almeno per quanto qui di interesse, dalla Risoluzione del Parlamento europeo, è stato giudicato in dottrina come una versione (troppo) cauta della proposta, a fronte di un'alternativa più audace proposta da attori più legati al mondo industriale⁷⁹; del resto, si è, al tempo stesso, evidenziato che un modello societario europeo, oltre a complicazioni sul piano politico, rischia di creare più illusioni che certezza, dato l'inevitabile ricorso alle categorie nazionali nell'interpretazione, o risultare annacquato come è avvenuto per la SE⁸⁰. Infine, si è proposto come modello di riferimento per il nuovo regime unitario quello caratterizzato da più ampia flessibilità⁸¹, e quindi necessariamente non le società azionarie ma quelle a responsabilità limitata, indubbiamente connotate da ben maggiore flessibilità. Tuttavia, come si è già sottolineato, si tratta, al tempo stesso, di società caratterizzate finora anche da un inferiore quoziente di armonizzazione a livello unionale; circostanza da tenere in attenta considerazione, alla luce di una potenziale maggiore difficoltà nell'individuazione di un quadro di riferimento comune.

L'ulteriore aspetto da considerare, ancora più interessante ai fini dell'indagine, e pure al momento difficilmente prevedibile nella sua

⁷⁶ Per il riferimento alla direttiva vedi Risoluzione del Parlamento europeo del 20 gennaio 2026 (2025/2079(INL), cit., 10 (e ivi, 3, il riferimento a una disciplina che affianchi quelle nazionali); *Draft report - Committee on Legal Affairs*, 2025/2079(INL), cit., 4.

⁷⁷ Per il richiamo alle iniziative in materia di *Societas Privata Europaea* e *Single Member Company* vedi BUSINESSEUROPE, *Position paper*, cit., 3.

⁷⁸ Vedi Risoluzione del Parlamento europeo del 20 gennaio 2026 (2025/2079(INL), cit., 11, ove si legge «gli Stati membri non possono mantenere né introdurre nel loro diritto nazionale disposizioni che si discostino da tali norme».

⁷⁹ P. OUDIN, *The Promises and Perils of a 28th Regime for European Innovative Companies*, disponibile all'indirizzo <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2025/10/promises-and-perils-28th-regime-european-innovative-companies>.

⁸⁰ Entrambi i profili sono descritti sinteticamente da P. OUDIN, *The Promises and Perils of a 28th Regime*, cit.

⁸¹ P. OUDIN, *The Promises and Perils of a 28th Regime*, cit.

concreta evoluzione, è poi quello dell'impatto sulla direttiva in materia di operazioni transfrontaliere.

Questo è definito dal *Draft report*, recepito a tal riguardo dalla Risoluzione del Parlamento europeo⁸², nel contesto di alcune regole volte a favorire l'adozione di un'ottica di lungo periodo, da un lato definita opzionale, dall'altro, però, in qualche modo attesa dai legislatori nazionali, che "dovrebbero" introdurre regole che consentano alle società innovative di adottare "irrevocabilmente" una serie di previsioni volte a scongiurare acquisizioni esterne all'Unione che si risolvano in una migrazione dell'innovazione, e consistenti nel separare diritto di voto e diritto agli utili e limitare variamente la trasferibilità del primo o l'esigibilità del secondo, sia pur con la possibilità testualmente prevista di recedere dagli eventuali patti limitativi della distribuzione di utili (in breve, *steward ownership*, con l'opzione, per la società, di prevedere nella denominazione sociale la qualifica «*steward-owned*»)⁸³. Non si può approfondire in questa sede il tema, ma balza all'occhio il carattere particolarmente invasivo delle previsioni in esame, che vanno ben oltre la separazione tra diritti di voto e di partecipazione agli utili, normalmente cuore di questo approccio⁸⁴, per

⁸² Risoluzione del Parlamento europeo del 20 gennaio 2026 (2025/2079(INL), cit., 14 s.

⁸³ Vedi *Draft report - Committee on Legal Affairs*, 2025/2079(INL), cit., 11, che si ritiene di riportare per maggior chiarezza: «Encouraging optional long-termism. With a view to protecting European innovative companies from 'killer acquisitions' and to preventing the relocation of innovation, the creation of which is often supported by European public research funds, to outside of the Union, Member States should introduce rules that allow for companies to irrevocably opt in to additional legal protection schemes such as: the separation of voting rights and economic rights through different classes of shares, especially dual-class shares; the qualification of voting rights as non-transferable and non-inheritable; profit distribution to investors or economic rights holders on the basis of a contractual agreement limited either in time or in amounts and which can be terminated by either party at any time; the limitation of cross-border conversion into entities that have opted for the additional legal protection scheme, in particular for asset locks; Companies that have opted in to such additional legal protection schemes should be able to include the label 'steward-owned' in their company name.

Directive (EU) 2017/1132 as regards cross-border conversions, mergers and divisions should be amended in order to allow Member States that have chosen to introduce their own national corporate form of steward ownership to limit the cross-border conversion of such a national corporate form to corporate forms of other Member States that also provide for similar forms of steward ownership».

⁸⁴ Vedi, definendo gli obiettivi principali della *steward-ownership* la permanenza dello scopo della società nel lungo termine e l'organizzazione della successione nella gestione della società, G. SEMINO, *Riflessioni in tema di "steward-ownership" e di "voting trust"*, in *Banca Impresa Società*, 2025, 243.

indirizzarsi verso limitazioni delle prerogative patrimoniali all'evidenza ancor più impattanti. Tutto questo, si può ipotizzare, anche sulla scorta di una proposta di modifica della normativa tedesca⁸⁵, allo stato non attuata, e comunque presentata dai proponenti come opzione non certo adatta ad ogni impresa, ma destinata a chi ha un'idea e una prospettiva specifiche, e proveniente dalla tradizione delle imprese familiari⁸⁶, che pare realtà diversa e lontana da quella delle società innovative considerate (a tale specifico fine) dal *Draft report*, sol considerando che queste ultime, per loro natura, tendono ad avere un orizzonte temporale più incerto e probabilmente breve.

Come corollario dell'adozione di simili regole, si prevede la possibile limitazione delle operazioni transfrontaliere alle società che condividano le regole volte a favorire tale ottica di lungo periodo, mediante apposito regime derogatorio a quello stabilito dalla Direttiva.

Per quanto si tratti, al momento, di una bozza, è opportuno rilevare che questa sezione risulta testualmente riferita (di nuovo) alle sole società innovative, e si direbbe non casualmente, dato lo scopo, esplicito, di evitare che i fondi unionali destinati all'innovazione finiscano, a seguito delle acquisizioni da fuori Unione, per avvantaggiare chi ai fondi stessi non contribuisce in alcun modo. Se bene si intende, dunque, il suo ambito applicativo dovrebbe, conseguentemente, essere decisamente limitato rispetto al generale ampio ambito applicativo del regime unitario, come già visto disegnato in maniera onnicomprensiva.

Anche ammettendo, pertanto, che la gran parte delle società interessate alla nuova normativa uniforme non sia riguardata da queste specifiche previsioni, non si può non sottolineare il già menzionato profilo dell'irrevocabilità delle opzioni statutarie in esame. Si tratta di un mero

⁸⁵ Vedi, per una descrizione, A. SANDERS, *Binding Capital to Free Purpose: Steward Ownership in Germany*, in *ECFR*, 2022, 622 ivi 641 ss.; di particolare interesse, in quanto plausibili fonti di ispirazione per il *Draft report*, il divieto di distribuzione di utili o la relativa limitazione, nonché l'evidenziato pericolo di elusione mediante trasformazione transfrontaliera (643); nonché, in termini generali, ossia in merito al più ampio tema della *steward-ownership*, la sottolineatura relativa al carattere irreversibile della rinuncia ad ogni diritto ai dividendi, che ha, probabilmente, ispirato quell'irrevocabilità delle opzioni statutarie di cui al *Draft report*, poi, però, ammorbidita dalla possibilità di recedere dalle pattuizioni che limitano gli utili.

⁸⁶ A. SANDERS, *Binding Capital to Free Purpose*, cit., 635, ricollegando il fenomeno (anche) alle fondazioni di impresa, e sottolineandone le peculiari caratteristiche.

inciso, ma di grande rilievo, dato che, in qualche modo, preconizza la loro coesistenzialità all'esistenza della società, come se previsioni di una tale incidenza, una volta inserite, non potessero essere successivamente tolte, o forse financo modificate e adattate a nuove, intervenute circostanze. A prescindere dalle modalità tecniche per raggiungere un simile obiettivo, sono l'opportunità e necessità dello stesso a destare una certa perplessità. Peraltro, tale irrevocabilità sembra anche in qualche modo contraddittoria rispetto alla possibilità di recedere dagli eventuali patti limitativi della distribuzione di utili, testualmente prevista.

E in merito alle operazioni transfrontaliere, che a norma della Direttiva si realizzano tra società di Stati membri, la limitazione alle società dotate di analoghi presidi statutari sembra distonica rispetto al menzionato scopo, che avrebbe, piuttosto, giustificato una previsione del genere in merito alle operazioni internazionali, ossia che superino i confini dell'UE. Forse una soluzione meno drastica, come si avrà modo di vedere nella sede opportuna (§ 6.2), potrebbe essere ammettere l'operazione transfrontaliera con il già noto recesso indisponibile, se realizzata anche con (o tra) società prive delle clausole orientate alla *steward ownership*, rendendo questo diritto, viceversa, disponibile in caso di trasformazione verso società "analoga".

In conclusione, proprio sul profilo che poteva influire più da vicino sull'indagine, lo stato dell'arte relativo al 28° regime non sembra prestarsi a considerazioni univoche, date le incongruenze e le peculiarità evidenziate.

4.2 Tutela minima dei soci ed evoluzione in chiave permissiva del diritto societario europeo

Una seconda, meno netta, linea evolutiva da considerare è quella relativa alla spinta all'ampliamento dell'autonomia statutaria e della flessibilità in materia societaria, che pone, peraltro, un problema di relativamente semplice soluzione. Il dubbio che alla luce di tale generale tendenza, che emerge abbastanza chiaramente dalla comunicazione della Commissione più volte citata, e non solo⁸⁷, si possa, in futuro, rimettere in discussione la scelta compiuta dalla Direttiva di accordare una tutela

⁸⁷ Vedi COM(2025) 30, cit., 3, 16 ss.; BUSINESSEUROPE, *Position paper*, cit., 3, specificando in questi termini gli obiettivi da perseguire: «simplification, reduction of administrative burden, consolidation, and codification of existing company law».

imperativa ai soci di minoranza contrari all'operazione transfrontaliera può, infatti, porsi logicamente e in astratto, ma pare destinato a rapida soluzione negativa considerando sul piano sistematico e concreto gli interessi coinvolti.

La scelta di prevedere una causa inderogabile di recesso nel caso di mutamento di legge applicabile non sembra, infatti, risentire della volontà di snellire i vincoli gravanti sulle società, dato che resta, con ogni probabilità, del tutto plausibile alla luce dei complessivi interessi coinvolti, ossia proporzionata e tale da escludere alternative complessivamente più onerose (come liquidazione e ricostituzione), ponendosi quindi come adeguato compromesso tra tutela dei dissenzienti e necessità di riorganizzazione della società⁸⁸. Non è un caso che la dottrina abbia considerato l'approccio adottato dalla Direttiva coerente rispetto alla giurisprudenza unionale (e prima comunitaria), nella misura in cui ha sempre ammesso restrizioni della libertà di stabilimento per proteggere, tra gli altri interessi, anche quello dei soci di minoranza⁸⁹.

Pare, pertanto, poco probabile che questo limite all'autonomia statutaria sia destinato ad essere rivisto; e pare, al tempo stesso, interessante analizzare brevemente il rapporto tra recesso e mobilità transfrontaliera nel contesto statunitense, che, sia pur ben diverso sotto profili importanti e chiari, si caratterizza al tempo stesso per alcune somiglianze di rilievo.

5. *Alcuni spunti provenienti dall'analisi comparatistica (recesso e mobilità transfrontaliera nel contesto statunitense)*

Analizzare sinteticamente il rapporto tra recesso e mobilità transfrontaliera nel contesto statunitense può fornire ulteriori indicazioni utili sul piano interpretativo e su quello dell'analisi prospettica; pur tenendo conto delle differenze di contesto, non oggetto di approfondimento in questa sede, e della almeno in parte differente funzione che, in termini generali, svolge il diritto di recesso negli Stati Uniti⁹⁰, giova prendere in esame le soluzioni adottate a tal proposito nei più rilevanti diritti societari

⁸⁸ J. LEPETIC, *Minority shareholder protection*, cit., 317.

⁸⁹ T. SZABADOS, *The cross-border mobility directive*, cit., 32.

⁹⁰ Sia consentito un rinvio a P. BUTTURINI, *Società benefit e diritto di recesso*, Torino, 2022, 63 ss. ove ulteriori approfondimenti.

statali, per mettere ulteriormente a fuoco la relazione tra autonomia statutaria e tutela indisponibile del socio in caso di operazioni transfrontaliere.

5.1 Inquadramento della questione.

Per contestualizzare la mobilità transfrontaliera, va, innanzitutto, ricordato che nel diritto societario statunitense è ovvia la possibilità per una società di costituirsi in uno Stato (ad es. in Delaware) e svolgere solo attività economica in altro Stato, pur restando le vicende societarie assoggettate alla disciplina del primo, secondo la ben nota *internal affairs doctrine*⁹¹, peraltro talora espressamente recepita a livello normativo⁹², che non esclude la possibilità che tale disciplina sia applicata in altra giurisdizione⁹³. Il trasferimento di sede, o in generale l'operazione transfrontaliera, costituiscono, pertanto, essenzialmente una modalità di scelta della legge applicabile⁹⁴, come può accadere, ormai, anche in Unione europea, secondo quanto già evidenziato. Da questo punto di vista, l'assonanza tra i due sistemi giustifica l'esame comparatistico, pur registrandosi, non sorprendentemente, una tendenza dell'Unione europea a gestire il fenomeno in esame prevedendo maggiori vincoli di quelli esistenti nel contesto statunitense, evidenziata da tempo⁹⁵, e da confermare alla luce degli ultimi sviluppi normativi.

L'indagine sul contrappeso alla libertà di cambiare legge applicabile per mezzo di un'operazione transfrontaliera dato dal diritto di recesso sembra, allora, interessante, ancor più perché simili cautele sono comunque

⁹¹ Vedi, già a livello manualistico, A. PALMITER- F. PARTNOY, *Corporations: A Contemporary Approach*, St. Paul, 2010, 38 (ove descrizione del rilievo della regola) e 53 (ove specificazione della possibilità per una società di costituirsi in un qualunque Stato, anche se gli affari verranno svolti solo altrove). Vedi, poi, M. VENTORUZZO, *Cost-Based and Rules-Based Regulatory Competition: Markets for Corporate Charters in the U.S. and the E.U.*, in *N.Y.U. Journal of Law & Business*, 2007, 91 ivi 93; L.A. BEBCHUK, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, in *Harvard Law Review*, 1992, 1437 ivi 1442.

⁹² Vedi, in particolare, alcuni LLC statutes: oltre al caso del Delaware (DEL CODE ANN. tit. 6, § 18-901 (a) (1)), quello della California (CAL CORP. CODE § 17708.01 (2024)), e di New York (N.Y. LTD. LIAB. CO. LAW § 801 (a)).

⁹³ M. VENTORUZZO, *Cost-Based and Rules-Based Regulatory Competition*, cit., 128.

⁹⁴ Vedi, per tutti, L.A. BEBCHUK, *Federalism and the Corporation*, cit., 1442 s., descrivendo, oltre al punto di vista della società che cerca il miglior regime applicabile, anche quello degli Stati, interessati ad attrarre società per ragioni fiscali e per creare opportunità di affari per professionisti e imprese coinvolti a vario titolo nella costituzione delle società stesse.

⁹⁵ L.A. BEBCHUK, *Federalism and the Corporation*, cit., 1439.

previste da alcuni Stati nordamericani, non sulla base di un'imposizione come accade in Unione europea. E le indubbie differenze di sistema sottolineate specificamente in merito alla mobilità societaria come fenomeno di concorrenza regolatoria, in particolare l'assenza, negli USA, delle barriere linguistiche e culturali invece connotanti il contesto europeo, nonché la maggior frequenza di una formazione dei legali che tenga in considerazione discipline ulteriori a quella dello specifico Stato americano cui appartengono (o in cui studiano)⁹⁶, non paiono comunque togliere rilievo ad una riflessione sullo specifico aspetto qui considerato.

È stato proposto un parallelismo tra il diritto di recesso previsto dalla Direttiva e quello invocabile negli Stati Uniti, normalmente (anche se non esclusivamente) basato sulla necessità di proteggere il socio innanzi ad operazioni potenzialmente in conflitto di interessi, tipicamente in caso di fusione⁹⁷; si tratta, però, di una comparazione solo in parte condivisibile, perché in realtà la soluzione data dalla Direttiva, almeno in merito alla tutela minima garantita ai soci, è incentrata sulle conseguenze del cambio di legge applicabile, restando solo opzionale una tutela *sub specie* di recesso legata ad altre considerazioni, mentre negli USA il recesso ha origine nell'operazione di fusione, in ipotesi anche transfrontaliera, per ragioni che non hanno a che vedere con questo specifico aspetto, ma che attengono, viceversa, al governo del menzionato possibile conflitto di interessi.

Tanto premesso, si dovrà procedere ad identificare le discipline statali statunitensi maggiormente rilevanti, descrivere brevemente la loro regolamentazione generale sul recesso e considerare, quindi, il trattamento delle ipotesi di mobilità transfrontaliera.

5.2 Le discipline statali più rilevanti.

Se il criterio essenzialmente economico utilizzato nel contesto dell'Unione europea pare proponibile anche nel contesto statunitense⁹⁸, un'eccezione è senz'altro dovuta e, come ben si può immaginare, riguarda

⁹⁶ M. VENTORUZZO, *Cost-Based and Rules-Based Regulatory Competition*, cit., 118 ss., evidenziando che le barriere connotanti il contesto europeo sembrano destinate a perdurare, e che la valutazione dell'impatto di un'operazione transfrontaliera è più semplice negli Stati Uniti, in virtù della diversa formazione dei giuristi.

⁹⁷ J. LEPETIC, *Minority shareholder protection*, cit., 318.

⁹⁸ L'impatto di ciascuno Stato in termini di PIL può ricavarsi dalla tabella 1 allegata al report ufficiale *Gross Domestic Product by State and Personal Income by State* disponibile al link <https://www.bea.gov/sites/default/files/2025-06/stgdppi1q25.pdf>.

il caso del Delaware, la cui particolare importanza nel diritto societario è ben nota (e condivisa)⁹⁹, e, probabilmente da confermare, per quanto qui di interesse¹⁰⁰, in merito alle *Limited Liability Companies (LLCs)*, anche se, in termini generali, non è scontata in merito alle società chiuse¹⁰¹ (cui le *LLCs* normalmente appartengono). Considerando, oltre all'apporto in termini di PIL, del resto coerente al numero di abitanti di ciascuno Stato¹⁰², altri dati che risultano significativi¹⁰³, si possono ritenere di particolare rilevanza le discipline di *corporation* e *LLC* di California, Delaware, Florida, New York e Texas.

Anche in questo caso, gioverà tratteggiare sinteticamente il regime del recesso generalmente applicabile a queste diverse società nei singoli Stati, verificando poi l'impatto, a tal proposito, di un'operazione transfrontaliera.

⁹⁹ Vedi, per tutti, E. KLINGER-WILENSKY-J. DITOMO-K. PINDER, *Thirty Years Later - Why Corporations Continue to Choose Delaware: General Perspectives and Thoughts on 2025 DGCL Amendments*, in *The Corporate Governance Advisor*, 2025-07, Vol. 33 (4), 1, ivi 2 ss.; S.J. CLEVELAND, *Appraisal Rights*, cit., 924; M. SIEGEL, *An Appraisal of the Model Business Corporation Act's Appraisal Rights Provisions*, in *Law & Contemp. Probs.*, 2011, 231; L.A. BEBCHUK, *Federalism and the Corporation*, cit., 1443 (per i dati che la provano) e 1447 (per le relative ragioni, essenzialmente legate alla prevedibilità e stabilità delle decisioni).

Non si può escludere rilevi, oltre alle altre variabili evidenziate, anche l'art. IX, § 6, della Costituzione del Delaware, a mente del quale le azioni di società costituite in Delaware possedute da persone fuori dallo Stato non saranno tassate.

¹⁰⁰ I dati empirici mostrano, infatti, che le *LLC* di dimensioni importanti costituite fuori dallo Stato in cui opereranno optano spesso per il Delaware: J. DAMMAN-M. SCHUNDELN, *Where Are Limited Liability Companies Formed? An Empirical Analysis*, in *Journal of Law & Economics*, 2012, 741.

¹⁰¹ A.K. KOH, *Shareholder Protection*, cit., 1258.

¹⁰² Ad eccezione del Delaware, quelli considerati sono, infatti, gli stati con il maggior numero di abitanti: vedi J. DAMMAN-M. SCHUNDELN, *Where Are Limited Liability Companies Formed?*, cit., 775 s.

¹⁰³ Ad esempio, i numeri di *corporation* e *LLC*, disponibili, pur se risalenti, al link <https://www.govinfo.gov/content/pkg/GAOREPORTS-GAO-07-196T/html/GAOREPORTS-GAO-07-196T.htm>. In dottrina si rinvengono poi ulteriori dati relativi alle *LLC* costituite nel 2006 (M.M. SIEMS, *Regulatory Competition in Partnership Law*, in *Int'l & Comp. L.Q.* 2009, 767, 772) e nel 2008 (J. DAMMAN-M. SCHUNDELN, *Where Are Limited Liability Companies Formed?*, cit., 774 ss.). Il rilievo economico per singolo Stato delle piccole imprese (verosimilmente ricomprendenti le forme giuridiche delle società qui considerate) può, poi, definirsi anche alla luce dell'importo complessivo delle retribuzioni pagate (per cui si può consultare il link <https://www.iii.org/publications/a-firm-foundation-how-insurance-supports-the-economy/a-50-state-commitment/businesses-by-state>).

In merito alle *corporation*, la soluzione più comune risulta il riconoscimento del diritto di recesso nei casi di fusione o operazioni comportanti effetti analoghi, come la vendita, permuta o, in generale, l'atto dispositivo del patrimonio sociale, nonché gli scambi di azioni¹⁰⁴, cui talora si aggiungono la trasformazione¹⁰⁵ o altre specifiche modifiche statutarie¹⁰⁶ (di impatto peraltro piuttosto limitato); il Delaware opta, invece, per un approccio in parte diverso, poiché, da un lato, oltre alla fusione, include nel perimetro dell'*exit* altre modifiche statutarie, come la trasformazione¹⁰⁷, ma, dall'altro, non ricomprende le menzionate ulteriori operazioni di acquisizione. Pare, peraltro, di un certo interesse rilevare come, a fronte di una generale tendenza alla progressiva restrizione dell'ambito applicativo del recesso¹⁰⁸, il legislatore di questo importante Stato abbia intrapreso un percorso di segno opposto¹⁰⁹, peraltro anche con specifico riguardo alla connessione tra recesso e operazioni transfrontaliere, come a breve si vedrà.

Il perimetro del recesso risulta ancora più limitato nelle discipline statali delle *LLCs*, del resto in coerenza con la disciplina uniforme (*Revised Prototype Limited Liability Company Act*), che contempla chiaramente l'ipotesi nella quale la disciplina statale non preveda questa forma di tutela dei soci¹¹⁰. Alcuni legislatori, tra i quali quello del Delaware, optano per la mera

¹⁰⁴ Vedi i casi degli stati di New York (N.Y. BUS. CORP. LAW § 910); California (CAL. CORP. CODE § 1300 (a)); Florida (FLA. STAT. § 607.1302 (1) (a)); Texas (TEXAS BUS ORGS. CODE, Title 2, §§ 21.452 (merger) 21.454 (share exchange) 21.455 (sale of all or substantially all of assets): tutte ipotesi qualificate «fundamental business transactions».

¹⁰⁵ FLA. STAT. § 607.1302; TEXAS BUS ORGS. CODE, Title 2, §§ 21.460 e 21.453.

¹⁰⁶ Vedi FLA. STAT. § 607.1302, relativamente a modifiche di classi di azioni previste prima dell'Ottobre 2003 (a ben vedere, un caso particolare e destinato progressivamente a perdere rilievo).

¹⁰⁷ DEL CODE ANN. tit. 8, § 262 (2024).

¹⁰⁸ Interessante, a tal proposito, un confronto tra le regole attualmente vigenti a tal proposito in Delaware e New York e quelle in vigore circa trent'anni fa, che includevano ulteriori modifiche statutarie tra i casi di recesso: vedi, ad esempio, P.V. LETSOU, *The Role of Appraisal in Corporate Law*, in *Boston College L. Rev.*, 1998, 1121, rispettivamente 1121 nota 1 (Delaware) e 1135 (New York).

¹⁰⁹ Un cenno alla modifica in esame in J.M. ZEBERKIEWICZ-R. GRECO, *2023 Proposed Amendments to the General Corporation Law of the State of Delaware*, in *Insights; the Corporate & Securities Law Advisor*, 2023-07, Vol.37 (7), 8; il legislatore del Delaware ha confermato la fusione (e l'incorporazione) come casi di recesso, già previsti in precedenza (vedi DEL CODE ANN. tit. 8, § 262 (2022)), con un approccio ritenuto in dottrina limitato (J.E. FISCH, *A Lesson from Startups: Contracting out of Shareholder Appraisal*, in *Iowa L. Rev.*, 2022, 941 ivi 948).

¹¹⁰ Vedi il commento, riferito al RPLLC, §§ 601-602, in *Revised Prototype Limited Liability Company Act*, in *Business Lawyer*, 2011, 117 ivi 171.

possibilità di inserire nello statuto il diritto di recesso¹¹¹; altri, probabilmente quando è stato utilizzato come modello normativo quello delle *corporation*¹¹², lo accordano invece in caso di trasformazione¹¹³ o fusioni e acquisizioni¹¹⁴.

Passando, ora, ad analizzare il trattamento in punto di recesso delle fattispecie comportanti cambio di nazionalità e quindi di legge applicabile, le stesse, pur espressamente considerate nella contrapposizione tra *domestic* e *foreign entity* come protagonista dell'operazione, ricadono spesso sotto la già esaminata disciplina generale del recesso, facendolo sorgere già a prescindere dal carattere transfrontaliero dell'operazione, e sono invece considerate specificamente, ossia come ulteriori fattispecie legittimanti il recesso, in due normative. È chiara, infatti, la differenza intercorrente tra fusione o trasformazione transfrontaliera e cambio di nazionalità della società (ed è evidenziata sia dalla dottrina statunitense¹¹⁵ che da quella europea¹¹⁶): le prime due operazioni comportano, nei limiti già descritti, il recesso per norma generale, mentre la terza può sortire questo effetto solo in presenza di una specifica disciplina. Ricostruire la disciplina applicabile ad un'operazione transfrontaliera in punto di recesso non è sempre di primo acchito agevole, dato che talora l'applicabilità del diritto di recesso si ricava da una serie di rinvii interni (forse anche per una certa verbosità delle discipline societarie, segnalata ormai quasi cinquant'anni fa¹¹⁷, ma, si ritiene, tuttora abbastanza evidente).

¹¹¹ DEL CODE ANN. tit. 6, § 18.210; N.Y. LTD. LIAB. CO. LAW § 606(a); simile l'impostazione del Texas, considerando TEXAS BUS ORGS. CODE, Title 2, § 101.107, derogabile in sede statutaria vista la § 101.054.

¹¹² T.E. RUTLEDGE-K.M. SAGAN, *An Amendment Too Far? Limits on the Ability of less than All Members to Amend the Operating Agreement*, in *Fla. St. U. Bus. Rev.*, 2017, 1 ivi 32.

¹¹³ Vedi il caso della California: CAL. CORP. CODE § 17711.01. (a).

¹¹⁴ Come accade in California (CAL. CORP. CODE § 17711.01), Florida (FLA. STAT. § 605.1006), New York (N.Y. LTD. LIAB. CO. LAW § 1005).

¹¹⁵ Vedi, sia pur molto brevemente, per la differenza tra conversion e domestication, K.P. BISHOP, *Converting a Corporation Is Not Domestication*, in *Insights; the Corporate & Securities Law Advisor*, 2024-07, Vol.38 (7), 26.

¹¹⁶ Anche se riferendosi pur sempre al contesto statunitense, in particolare alla disciplina uniforme in materia di LLC (ULLCA): L. MIKALONIENÉ, *Cross-border conversions*, cit., 156, testualmente considerando la *domestication* un «cambio di giurisdizione senza modifica della forma societaria in senso stretto».

¹¹⁷ A. MONTANARI, *Le leggi sulle società negli Stati Uniti d'America. I. Il «Model Business Corporation Act»*, Milano, 1978, X, ritenendo che la ridondanza di queste fonti normative

Pertanto, sempre partendo dalle *corporation*, quando da una fusione o, talora, da una trasformazione risulti una società straniera, il socio dissenziente avrà il diritto di recesso¹¹⁸, in applicazione della regola generale di volta in volta prevista, che ricomprende, non sorprendentemente, anche l'ipotesi in esame (l'impatto della quale è, a ben vedere, potenzialmente maggiore di quello di una corrispondente operazione domestica). Il cambio di nazionalità (*domestication*) costituisce, invece, autonoma e ulteriore causa di recesso in Florida¹¹⁹ e Delaware¹²⁰, ove (a seguito della già menzionata riforma intervenuta nel 2023) si prevedono anche i casi di «*transfer or continuance*»¹²¹; fattispecie, queste, che consentono di realizzare la mobilità transfrontaliera affrontando complessità e costi inferiori a quelli connotanti altre più tradizionali operazioni, come una fusione transfrontaliera¹²².

Simmetricamente a quanto visto in generale in merito al recesso nelle discipline statali delle *LLCs*, il rimedio è spesso connotato anche in relazione alle operazioni transfrontaliere da una generale disponibilità, essendo derogabile per via statutaria o attribuibile in tal sede, ossia non previsto per legge (come del resto accade nel modello di normativa

derivi dalla necessità per le stesse di contenere previsioni estremamente particolareggiate, in quanto in certa misura fonti derogative e speciali rispetto alla giurisprudenza.

¹¹⁸ Sia in caso di fusione che in caso di trasformazione in Texas (come risulta esaminando TEXAS BUS ORGS. CODE, Title 2, § 21.604 (C), ove si indicano come casi di *business combination* la fusione, lo scambio di azioni o la trasformazione da cui risulta società non soggetta alla disciplina dello Stato; § 21.460, ove si riconosce il diritto di recesso in caso di *fundamental business transaction* cui appartiene la fusione (§ 21.452), la cui disciplina è collocata nel subchapter J: in sintesi, il diritto di recesso è riconosciuto in ogni caso di fusione e in caso di trasformazione da cui risulti società straniera). Solo in caso di fusione in California e nello Stato di New York (vedi, rispettivamente, CAL. CORP. CODE § 1300 in materia di recesso, che rinvia al § 1201, che a sua volta rinvia al § 181 ove, la fusione in conformità al § 1100 è considerato *reorganization* - ed è quindi fattispecie tenuta distinta dalla trasformazione, la cui disciplina è nel § 1150; N.Y. BUS. CORP. LAW § 910, relative al recesso in caso di fusioni o acquisizioni, e § 907 per la specifica disciplina di fusioni o acquisizioni che coinvolgono o da cui risultino società straniere).

¹¹⁹ FLA. STAT. § 607.1302 (1)(a) in relazione al § 607.11921 (ove si disciplina la «*domestication of a domestic corporation into a foreign jurisdiction*»). Come accennato nel testo, la fusione resta causa di recesso (§ 607.1302 (1) (b)).

¹²⁰ DEL CODE ANN. tit. 8, § 262, anche in tal caso aggiungendo le cause menzionate nel testo alla fusione (la norma elenca questi casi: «*merger, consolidation, conversion, transfer, domestication or continuance*»); è corretto, quindi, rilevare (con J. LEPETIC, *Minority shareholder protection*, cit., 318) la sussistenza del recesso in caso di fusioni transfrontaliere, derivando questo dalla più generale fattispecie di recesso in caso di fusione.

¹²¹ Per una definizione vedi DEL CODE ANN. tit. 8, § 390 (2024).

¹²² L. MIKALONIENÉ, *Cross-border conversions*, cit., 149.

uniforme con specifico riferimento al cambiamento di nazionalità¹²³). Ad eccezione di due discipline che lo fanno derivare da fusione o trasformazione da cui risulti società straniera¹²⁴, le altre qui considerate ne ammettono l'inserimento in statuto ma non lo prevedono nel regime legale, si tratti dell'ipotesi di fusione o trasformazione a cui partecipino società straniere¹²⁵ o di quella del trasferimento di sede o cambiamento di nazionalità¹²⁶. Approccio confermato anche ove le modifiche statutarie sono normalmente (ossia salvo deroga statutaria) da assumere all'unanimità¹²⁷.

Pur assai variegato, il quadro che emerge da questa essenziale analisi comparatistica denota una certa inclinazione delle discipline societarie statunitensi qui considerate, almeno relative alle *corporation*, a ricollegare alla mobilità transfrontaliera un'ipotesi legale di recesso del socio. Alcune discipline contemplano, infatti, questa ipotesi specifica, talora in diverse declinazioni ulteriori; altre, per converso, la includono nel perimetro dell'*exit* in quanto effetto di altra modifica da cui deriva un simile diritto (tipicamente, una fusione).

¹²³ Vedi UNIFORM LIMITED LIABILITY COMPANY ACT (2006), § 1006, rimettendo allo statuto o al progetto di operazione straordinaria la sussistenza del diritto di recesso nei casi di fusione, acquisizione, trasformazione o cambiamento di nazionalità della LLC.

¹²⁴ Vedi, per la California, CAL. CORP. CODE § 17711.02. (a), ove il recesso è riconosciuto in caso di *reorganization* che comprende *conversion* e *merger*, entrambi riguardanti sia *domestic* che *foreign LLCs* (§§ 17710.01. (a) e (b); 17710.11 (a)); per la Florida, FLA. STAT. § 605.1006, ove il recesso è riconosciuto in caso di *merger*, *conversion*, *interest exchange*, riguardanti sia *domestic* che *foreign LLCs* (rispettivamente, § 605.1021 (1) (a) per *merger*; § 605.1031 (b) per *interest exchange*; § 605.1041 (b) per *conversion*).

¹²⁵ Ma da cui risulti una società regolata dalla legge dello Stato: vedi, per lo Stato di New York, N.Y. LTD. LIAB. CO. LAW § 1001 (b) (nel contesto del riconoscimento del diritto di recesso solo su base statutaria (§ 606(a))).

¹²⁶ Nei vari casi previsti dalla disciplina del Delaware (DEL CODE ANN. tit. 6, § 18.213 (a), relativo a *transfer*, *continuation*, or *domestication* con possibile (ma non ovvia) continuazione come LLC del Delaware; § 18.216 (a) per la trasformazione di LLC in *foreign LLC*), peraltro escludibili per via statutaria (le ipotesi di cui al § 18.213 (a) possono infatti essere vietate dallo statuto ex § 18.213 (h); lo statuto può vietare in generale la trasformazione: § 18.216 (b)), il diritto di recesso sussisterà, per regola generale, solo se previsto dallo statuto (§ 18.210).

¹²⁷ In Texas si registra sul punto una sostanziale assenza di disciplina, non considerandosi, a quanto consta, l'ipotesi di trasformazione o fusione da cui risulti società straniera, né la *domestication*, in quadro generale in cui il diritto di recesso può essere previsto dallo statuto (TEXAS BUS ORGS. CODE, Title 2, § 101.107, derogabile in sede statutaria vista la § 101.054) e le modifiche statutarie sono normalmente (ossia salvo deroga) da assumere all'unanimità (§ 101.053, a sua volta derogabile ex § 101.054).

Considerati la latitudine del diritto in esame, generalmente minore se confrontata con quella di alcuni Paesi europei (in particolare, Italia e Spagna), e, per quanto questa sia variabile difficilmente definibile una volta per tutte, l'impatto più attenuato che molto spesso la mobilità avrà nel contesto statunitense, confrontato con quello europeo, se ne può trarre una (ulteriore) conferma della plausibilità di una tutela forte dei soci minoritari nel caso di specie. Il significato di questa conferma è, peraltro, rafforzato dal carattere assolutamente spontaneo del riconoscimento da parte dei singoli stati di una simile tutela ai soci, per quanto, come detto, dipendente per lo più dalla cornice generale del recesso, e solo in alcune normative invece espressamente collegato al cambio di legge applicabile.

6. *Alcune osservazioni di sintesi.*

Quanto fin qui rilevato consente di trarre alcune sintetiche osservazioni, in parte provvisorie, visto il contesto in evoluzione già segnalato. Si procederà, innanzitutto, domandandosi se la contestualizzazione e la comparazione siano in grado di fornire apporti in una chiave ermeneutica, ossia *de jure condito*. Si analizzeranno, poi, i possibili apporti in chiave prospettica, ossia ragionando *de jure condendo*, che risultano, anche date le iniziative in corso a livello unionale, forse ancor più chiari e interessanti.

6.1 *Alcune osservazioni di sintesi in un'ottica relativa all'interpretazione della regola.*

Ci si può chiedere se il diverso grado di armonizzazione riguardante i diversi modelli societari, emerso nel corso dell'indagine, possa svolgere un ruolo nell'interpretazione delle discipline di attuazione della Direttiva. Ossia se, pur registrandosi una certa differenza nell'armonizzazione delle discipline di s.p.a. e s.r.l., si debba solo prendere atto che tali società sono equiparate per quanto attiene alla disciplina delle operazioni transfrontaliere, a differenza che sotto altri profili, o si possa, viceversa, ove uno spazio per l'interprete resti in materia di latitudine del diritto di recesso, tenere in considerazione la portata potenzialmente assai diversa di un cambio di nazionalità e disciplina applicabile.

In effetti, né la Direttiva, né le discipline di attuazione esaminate paiono lasciare spazio per distinguo ulteriori, per esemplificare connessi alla maggiore o minore distanza tra i modelli societari di volta in volta

considerati (nel caso delle s.r.l., pensando alla vicinanza tra *GmbH* tedesca e austriaca, contrapposta alle differenze anche rilevanti tra il modello italiano e quello francese o spagnolo), dato che il recesso in caso di trasformazione transfrontaliera funziona su base oggettiva e, se si vuole, formale. Ma, ad esempio, la preoccupazione rispetto ad una troppo estesa latitudine del recesso nel caso di operazioni transfrontaliere è emersa, nella nostra dottrina, in merito all'art. 2437, comma 1, lett. g, c.c., sia pur per più ampie considerazioni sulla necessità di non ostacolare la libertà di movimento delle società¹²⁸, e, nella dottrina spagnola, sotto forma di proposta di un'applicazione selezionata dell'istituto ai casi di effettiva rilevanza delle operazioni stesse¹²⁹.

I margini di movimento riconoscibili all'interprete, peraltro probabilmente in modo particolare nel nostro diritto societario, che si distingue per l'ampiezza e la complessità delle fattispecie di recesso che andranno ad applicarsi anche ove la specifica tutela imposta dal d. lgs. 19/2023 non dovesse scattare, sembrano, tuttavia, estremamente limitati.

Per quanto, infatti, il rilievo di un'operazione transfrontaliera per il socio possa essere assai mutevole, data l'intrinseca variabilità della portata del cambio di legge applicabile, come del resto anche della concreta ricorrenza di barriere linguistiche e distanze geografiche, la prevedibilità della latitudine del recesso, connessa al tema fondamentale della certezza del diritto, deve prevalere anche se questo implica la possibilità per il socio di esercitare il diritto al ricorrere delle condizioni fissate dalla legge sulla base di altre valutazioni, in ipotesi anche poco collegate all'operazione in quanto tale¹³⁰.

Lo scrutinio è su base, come detto, formale e imposta a livello unionale, nel caso di cambio di legge applicabile; in assenza di tale condizione, non si può escludere a priori, ma sembra, come detto, assai raro il caso in cui si possa interpretare un'ulteriore fattispecie di recesso tenendo conto dell'effettivo impatto dell'operazione avversata dal socio.

¹²⁸ Vedi *supra*, § 3.1, anche per le possibili obiezioni a quanto prospettato dagli Autori che si sono occupati dello specifico tema.

¹²⁹ Vedi, sia pur riferendosi ad alcune categorie di investitori, A. PÉREZ TROYA, *La Directiva sobre transformaciones*, cit., 75.

¹³⁰ L. HUBNER-V. HABRICH, *The new regime*, cit., 208, pensando all'esercizio del diritto di recesso sulla base di valutazioni economiche di convenienza (che, peraltro, va rilevato, accompagneranno fisiologicamente tale esercizio anche quando strettamente correlate all'operazione in sé considerata).

Occorrerebbe, in particolare, una formulazione della stessa in termini tali da dare adito ad una simile distinzione. Non stupisce che i casi legali di recesso siano prevalentemente formulati in modo da non richiedere giudizi elastici (pur con le debite eccezioni ben note, per limitarsi al contesto nostrano¹³¹, dell'art. 2437, comma 1, lett. a, c.c. e, ancor più, delle operazioni comportanti surrettizia e sostanziale modifica dell'oggetto sociale nella s.r.l.), ma non si può escludere che casi statuari, per quanto forse inopportunamente, li richiedano.

In termini generali, una definizione chiara e univoca dei casi di recesso, che necessariamente riduce gli spazi di adattamento ricavabili in via interpretativa, per quanto si presti ad esercizi in senso lato opportunistici del diritto, è fondamentale per garantire la certezza del diritto e dei rapporti societari¹³². Considerando sia la dimensione domestica che quella transnazionale, si può, infatti, ritenere che la prevedibilità e la certezza delle relazioni societarie, e in particolare il perimetro dell'*exit*, rivestano un ruolo di primario rilievo nel favorire gli investimenti e conseguentemente la competitività delle società. L'importanza di una scelta chiara dei legislatori nazionali (e, prima, di quello unionale) in merito alla latitudine del diritto di recesso sembra, in altri termini, ancora più importante della reale opportunità di tale opzione normativa, nella misura in cui questa non appaia censurabile in quanto irragionevole.

In un simile contesto, in conclusione, non deve sorprendere l'assai limitata possibilità di trarre argomenti di rilievo ermeneutico dal concreto atteggiarsi degli interessi dei soci in merito ad un'operazione transfrontaliera che non modifichi il diritto applicabile, dato che tali interessi devono comunque confrontarsi con più ampie istanze di certezza e stabilità.

¹³¹ Considerando che dalla *GmbH* tedesca si può recedere, per consolidata giurisprudenza, in presenza di una giusta causa: B. MEISTER-M. HEIDENHAIN-J. ROSENGARTEN, *The German Limited Liability Company*, Francoforte, 2005, 140, ove riferimenti giurisprudenziali.

¹³² Principi generali che non possono essere qui analizzati, ma dei quali si può si evidenziare lo specifico ruolo svolto nella definizione almeno di un caso di recesso: si pensi al contributo ermeneutico di tali principi emerso quando si è affermata la necessità di non configurare ipotesi di recesso *ad nutum* non testualmente previste, in particolare nel caso di durata della società lunga, ma non indeterminata (F. CIUSA, *Il recesso ad nutum in s.r.l. con durata determinata al 2100*, in *Giur. comm.*, 2014, II, 804 ivi 811; L. DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Milano, 2005, 150; S. CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso "per giusta causa" nelle s.p.a. e nella s.r.l.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 497 ivi 527).

6.2 Alcune osservazioni di sintesi in una prospettiva *de jure condendo*

Qualche riflessione in chiave prospettica si può proporre sia con riguardo all'opzione in materia di recesso seguita dalla Direttiva che in merito a quanto sta, al momento, maturando in materia di 28° diritto societario.

In merito al primo aspetto, parte della dottrina ha, infatti, sollevato alcune critiche all'approccio che garantisce il recesso al socio dissenziente rispetto ad un'operazione transfrontaliera, ora sulla scorta dell'argomento dato dalla notevole armonizzazione nel contesto unionale, che consiglierebbe in futuro di limitare l'*exit* ai casi di operazioni internazionali, ossia comportanti l'applicazione di una disciplina societaria esterna all'Unione¹³³, ora avanzando la proposta di una possibile limitazione del recesso per certe categorie di investitori in ragione dell'effettiva ricaduta sull'investimento dell'operazione transfrontaliera¹³⁴.

Il primo argomento, già esaminato¹³⁵, non sembra risolutivo, considerando che, a fronte dell'ampliamento oggettivo dei settori del diritto societario oggetto di armonizzazione unionale, permangono notevoli differenze tra le discipline nazionali, specie in merito alle società chiuse e ai rapporti tra soci e amministratori, tali da rendere spesso più simili nel nome che nella sostanza modelli societari in astratto apparentabili.

La proposta di un'applicazione differenziata del recesso su base soggettiva e oggettiva, del resto formulata dubitativamente, desta alcune perplessità, che si ricollegano a quanto poco sopra rilevato in merito all'importanza della certezza del diritto e delle relazioni societarie. Se l'ipotetica definizione delle categorie di investitori, nella misura in cui venisse formulata chiaramente ed inequivocabilmente, pur forse complessa, parrebbe in grado di superare le obiezioni fondate sul principio da ultimo richiamato, lo stesso non vale per il requisito dell'effettiva ripercussione dell'operazione sulle condizioni di rischio, ben difficilmente definibile in termini univoci, date le molte diverse propensioni dei singoli

¹³³ A. SACCO GINEVRI, *Appunti sui profili regolamentari*, cit., 7, in ragione del già rilevato alto livello di armonizzazione della normativa societaria e finanziaria nel contesto unionale.

¹³⁴ Proposta peraltro non formulata in termini espliciti *de jure condendo*, ma consistente comunque in una alternativa a quanto in concreto dettato dalla Direttiva: A. PÉREZ TROYA, *La Directiva sobre transformaciones*, cit., 75.

¹³⁵ *Supra*, § 2.

investitori, non sempre inscrivibili in categorie definite e chiare. Ma, come si è visto, la latitudine del recesso dev'essere, al contrario, il più possibile prevedibile e chiara.

In merito al processo che dovrebbe condurre al 28° diritto societario, qualche osservazione prospettica è, naturalmente, più agevole, e (forse) è al tempo stesso meno improbabile qualche correzione di rotta.

Si è già osservato come l'indicazione di un'auspicabile modifica della Direttiva (contenuta nel *Draft report* e nella Risoluzione del Parlamento europeo) nel senso della limitazione della possibilità di partecipare ad operazioni transfrontaliere risulti eccentrica rispetto alla chiara (e comprensibile) *ratio* consistente nell'evitare che l'innovazione finanziata dall'UE vada a vantaggio di chi non vi appartiene (e non contribuisce), e, per quanto testualmente limitata alle sole società innovative, anche di dubbia opportunità, ponendo vincoli probabilmente troppo gravosi in capo alle stesse.

Un'alternativa che sembra più equilibrata (e più semplice, visti i frequenti richiami alla necessità di privilegiare la semplificazione) potrebbe rinvenirsi in un regime differenziato del recesso, che potrebbe restare indisponibile in caso di operazione transfrontaliera che coinvolga società diverse da quelle «*steward-owned*», diventando, al contrario, disponibile per via statutaria nel caso opposto, e rimettendo, quindi, ai soci la scelta di togliere tale protezione se all'esito della mobilità resti comunque garantita l'appartenenza ad una compagine cui si applicano le specifiche regole ispirate ad un'ottica di lungo periodo.

La stessa impostazione potrebbe, del resto, proporsi più in generale: dato che il 28° regime societario nasce esattamente per colmare i vuoti in materia di armonizzazione, non sarebbe peregrino reputare che un modello societario ad esso conforme si connoti, tra l'altro, per una maggiore rilevanza e tutela della libertà di circolazione, dall'esercizio della quale non debba necessariamente derivare il diritto di recesso, consentendo ai fondatori (o, sia pur con potenziali differenze di disciplina, ai successivi acquirenti) di escludere questo diritto della minoranza in caso di operazioni transfrontaliere.

Va, in conclusione, sottolineato che prevedere un diritto di recesso eliminabile sembra soluzione preferibile anche rispetto all'ipotesi

alternativa data da un'eventuale previsione di ammissibilità di un'ipotesi statutaria di recesso. Questo perché ipotesi legali, ma disponibili, e ipotesi statutarie, pur accomunate in astratto dal fatto di consentire l'esplicitarsi dell'autonomia dei soci, presentano, in concreto e dal punto di vista operativo, una rilevante differenza, specie nelle società di ridotte dimensioni. Ove, come si è segnalato¹³⁶, la negoziazione delle condizioni contrattuali si rivela spesso assai complessa, dato che il timore di compromettere i (frequenti) rapporti di amicizia o parentela tra i soci potrebbe disincentivare l'emersione di istanze di tutela da tradurre in specifiche previsioni statutarie. In tal modo, diventa di grande impatto un'opzione normativa di riconoscimento di casi di recesso applicabili senza necessità di un'apposita trattativa tra i soci¹³⁷, dato che spesso tale trattativa tende a mancare, e si adotta uno statuto standard¹³⁸. E il fatto che siano casi liberamente modificabili o eliminabili consente un'apprezzabile elasticità, ove i soci siano in grado di sfruttare l'autonomia statutaria loro riconosciuta.

¹³⁶ D.K. MOLL, *Minority Oppression & (and) the Limited Liability Company: Learning (Or Not) from Close Corporation History*, in *Wake Forest Law Rev.*, 2005, 883 ivi 914, sottolinea che tali rapporti potrebbero anche condurre a assenti i rischi di contenzioso (conducendo peraltro allo stesso esito in termini di scarsa o assente negoziazione).

¹³⁷ Vedi, sia pur con particolare riferimento alle società di ridotte dimensioni, D.K. MOLL, *Minority Oppression*, cit., 968.

¹³⁸ Vedi, nella dottrina europea, F. GONZÀLES CASTILLA, *Reformas en materia de separacion y exclusion de socios*, in *Las Reformas de la Ley de Sociedades de Capital*, a cura di F. Rodriguez Artigas-I. Farrando Miguel-F. Gonzàles Castilla, Cizur Menor, 2012, 319; nella dottrina statunitense, ricordando anche che molto spesso un contratto scritto potrebbe mancare, se le regole lo permettono, T. SIMPSON, *Have Estate Planners Hijacked the LLC - How Restrictions on Dissolution Have Crippled the LLC as a Viable Small Business Entity*, in *Florida State University Law Rev.*, 2007, 573 ivi 579 s.; D.K. MOLL, *Minority Oppression*, cit., 912, 952, 956; S.K. MILLER, *Minority Shareholder Oppression*, cit., 418.