



Università
Ca' Foscari
Venezia

**Scuola Dottorale di Ateneo
Graduate School**

**Dottorato di ricerca
in Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro
Ciclo XVIII
Anno di discussione 2016**

Azioni redimibili e finanziamento della società per azioni

**SETTORE SCIENTIFICO DISCIPLINARE DI AFFERENZA: IUS/04
Tesi di Dottorato di Riccardo Paganin, matricola 955978**

Coordinatore del Dottorato

Prof. Carmela Camardi

Tutore del Dottorando

Prof. Giuliana Martina

Indice

Premessa, ambito d'indagine e precisazioni terminologiche	5
Capitolo 1. Le azioni come strumento ibrido di finanziamento	9
1.1. Il finanziamento della società per azioni nel quadro post-riforma	9
1.2. L'azione ibrida nel panorama del diritto azionario e la crescente importanza del "diritto al disinvestimento"	17
1.3. Possibili impieghi e utilità delle azioni redimibili	31
Capitolo 2. Le azioni redimibili nell'ordinamento italiano	39
2.1. Premessa: la genesi delle azioni redimibili nell'ordinamento statunitense e anglossasone. Cenni all'esperienza di altri ordinamenti stranieri	39
2.2. La (scarsa) elaborazione sulle azioni redimibili nel dato normativo comunitario e nell'ordinamento italiano pre-riforma. Analogie con le «clausole di smobilizzo»	44
2.3. Le mancata codificazione delle azioni redimibili. Estraneità dell'istituto rispetto alla fattispecie di cui all'art. 2437-sexies	52
2.4. Le ipotesi "codificate" di riscatto obbligatorio	58
2.5. Considerazioni generali in ordine alla legittimità delle azioni redimibili nell'ordinamento italiano. La figura del socio "ad tempus"	64
2.6. Diritto al riscatto e diritto al recesso. Differenze e analogie	71
2.7. L'efficacia reale della clausola di riscatto inserita in statuto	75
Capitolo 3. La disciplina delle azioni redimibili	79
3.1. Azioni redimibili come «azioni di categoria» e limiti alla loro emissione da parte di società "aperte". Riflessioni in ordine alla configurazione del «diritto al riscatto» e al «riscatto automatico»	79
3.2. Presupposti del riscatto obbligatorio. Riscatto ad nutum e riscatto ad tempus	91
3.3. I soggetti obbligati al riscatto. Limiti all'obbligo di riscatto a carico di soggetti diversi dai soci e dalla società	104
3.4. Modalità operative e "consunzione" del diritto al riscatto nell'esercizio dell'autonomia statutaria	108
3.5. Il corrispettivo del riscatto e i limiti alla sua determinazione	118
3.6. Cenni ai riflessi contabili (e giuridici) conseguenti alla natura "ibrida" dello strumento	138
Bibliografia	143

Premessa, ambito d'indagine e precisazioni terminologiche

L'idea che il diritto azionario costituisca un sistema normativo autonomo all'interno del più ampio insieme del diritto della società per azioni e, più in generale, delle società di capitali, gode ormai di un certo credito tra gli studiosi¹. In questo contesto, si sottolinea soprattutto come il complesso di regole che presiedono all'emissione e alla circolazione dei titoli azionari si sia progressivamente affrancato dalle logiche statiche proprie del diritto dei contratti per orientarsi verso profili più dinamici tesi a garantire il costante equilibrio e l'efficace sintesi dei molteplici interessi che pervadono la vita d'impresa².

Il diritto azionario, quindi, dopo aver recepito al suo interno alcuni istituti di chiara matrice civilistica, li ha fatti propri e rielaborati adattandoli alle proprie esigenze. Questa trasmigrazione – che ha ricevuto grande impulso dalla riforma del diritto societario del 2003 ma che può dirsi ancor oggi *in fieri* – ha suscitato riflessioni di ampio respiro tra gli interpreti e condotto al

¹ Cfr., *ex multis*, FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 680 ss.; GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento delle imprese*, in *Giur. Comm.*, 2002, I, 642; OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e le società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 476 ss. L'osservazione si ritrova anche nella dottrina pre-riforma, si vedano, ancora, FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971, 234 ss. e ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Tratt. delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, 2, Torino, 1991, 129 ss. Non mancano, tuttavia rilievi critici e perplessità verso questa forma di disaggregazione, cfr. DE NOZZA, *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*; in *Giur. comm.*, 2013, I, 480; WEIGMANN, *Luci e ombre del nuovo diritto azionario*, in *Società*, 2003, 270; D'ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 43 ss.; ROSSI G. – STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 23; SPADA, *C'era una volta la società*, in *Riv. notariato*, 2004, 1 e DI SABATO, *Per una riforma della riforma del diritto societario*, in *Società*, 2006, 810 ss.

² Sulla complessità dei rapporti che, in modo differente, legano tutti gli investitori, non solo azionisti ma anche obbligazionisti e possessori di strumenti finanziari partecipativi e sulle ripercussioni di tale fenomeno in termini di disaggregazione del concetto di «interesse sociale» si vedano le considerazioni di PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, VI, 1268 ss. e NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Il nuovo ordinamento delle società*, a cura del Consiglio notarile di Milano, Milano, 2003.

ripensamento di alcuni dei capisaldi del diritto delle società di capitali quali, ad esempio, le nozioni di “socio”, “capitale” o “rischio di impresa”.

Tale tendenza si può apprezzare in modo particolare guardando alle modalità con cui il riscatto – istituto mutuato dal diritto civile³ – è stato recepito nel sistema di norme che governano le società di capitali e, in particolare, la società per azioni. Questo processo di integrazione ha dato origine a fenomeni tra loro molto diversi che, tuttavia, possono dirsi accumulati dal fatto di tradursi in pattuizioni che attribuiscono alla società, ai soci o, con alcuni limiti, ai terzi, il potere (o l’obbligo) di procedere all’acquisto delle azioni dal soggetto che ne è titolare.

In questo vasto panorama trovano collocazione sia istituti legalmente tipici che figure atipiche, introdotte nel nostro sistema in via di prassi dopo essersi consolidate in altri ordinamenti: il presente studio è dedicato a questo secondo insieme e, in particolare, alle previsioni statutarie mediante le quali si procede alla creazione di azioni che incorporano un *diritto al riscatto*, variamente configurabile, attivabile dai rispettivi titolari nei confronti della società o dei soci e che, nella dottrina che le ha analizzate, vengono prevalentemente indicate con la denominazione di “*azioni redimibili*”⁴.

³ Nel codice civile il riscatto ricorre in una pluralità di istituti quali il retratto successorio (art. 732), il patto di riscatto nella vendita (art. 1500 cod. civ), il riscatto della rendita perpetua (art. 1866) e il riscatto della polizza assicurativa (art. 1925). La diversità di contesti in cui le norme si trovano ad operare, unita alla disomogeneità degli interessi tutelati e del linguaggio utilizzato dal legislatore, ha reso l’opera di ricostruzione unitaria della fattispecie particolarmente difficoltosa. Nondimeno, la dottrina che se ne è occupata è per lo più concorde a ricondurlo nell’alveo dei c.d. «diritti potestativi». In questo senso, come si avrà modo di chiarire, il tipo azionario che più si avvicina alla concezione civilistica del riscatto è quello delle azioni riscattabili *ex art. 2437-sexies* mentre le azioni redimibili – in quanto incorporanti un diritto *al riscatto* in luogo di un diritto *di riscatto* – in parte se ne discostano non attribuendo necessariamente in capo al loro titolare un diritto avente natura potestativa (*cfr. infra* successivo Paragrafo 3.1). Sulla nozione di riscatto nel diritto civile si vedano, per un inquadramento generale, SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1944, 72-73; CARPINO, voce «*diritti potestativi*», in *Enc. Giur. Treccani XI*, Roma, 1989. Per un’analisi dei profili comuni del riscatto nelle molteplici manifestazioni del nostro ordinamento CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 115 ss. e quanto detto alla successiva nota 139.

⁴ Sebbene questa sia la denominazione che va affermandosi in letteratura, le stesse sono state indicate anche come “azioni riscattande” o “azioni riscattabili in funzione di finanziamento”. Nel presente lavoro, tuttavia, si utilizzerà esclusivamente la denominazione di “azioni redimibili”.

Tali azioni, dunque, sono una creazione dell'autonomia statutaria e, pertanto, non godono di una precisa cornice normativa, né sono altrimenti definite dal legislatore. Per questa ragione, si cercherà anzitutto di chiarirne la collocazione nel rinnovato panorama del diritto societario, al fine dimostrarne le compatibilità con le linee ispiratrici del progetto di riforma della società per azioni e, in particolare, la capacità di fungere efficacemente da strumento per il finanziamento dell'attività di impresa. In seguito, si cercherà di meglio comprendere le sue caratteristiche e il suo ambito d'impiego ricostruendo la genesi dello strumento e cercando di coglierne i tratti distintivi in rapporto ad altre figure tipiche del nostro ordinamento che, sotto diversi profili, presentano con le "azioni redimibili" un diverso grado di familiarità quali le azioni riscattabili (art. 2437-*sexies* del codice civile); le diverse ipotesi di riscatto obbligatorio di azioni previste dal nostro ordinamento (artt. 2355-*bis*, 2505-*bis* e 2506-*bis*) e l'istituto del recesso (artt. 2437 e ss.). Da ultimo, verrà delineata una ricostruzione della disciplina che governa lo strumento, affrontando le più rilevanti criticità legate al suo impiego per verificare come questo debba rapportarsi con alcune tradizionali categorie e istituti del diritto societario e chiarire entro quali limiti il suo impiego possa dirsi legittimo.

Sotto il profilo terminologico, onde evitare pericolosi fraintendimenti, è opportuno precisare che nel presente lavoro si è utilizzato il termine "*azioni redimibili*" in opposizione a quello di "*azioni riscattabili*" di cui all'articolo 2437-*sexies* riservato, di contro, a quella particolare tipologia di azioni, tipizzata dal legislatore, per le quali lo statuto riconosce in capo alla società o ai soci un *potere* di riscatto dei titoli da esercitarsi nei confronti del soggetto che ne è titolare. Tali ultime azioni, pertanto, presentano tratti tipologici e funzionali differenti rispetto alle azioni redimibili e, per questa ragione, non saranno oggetto di indagine diretta nel presente lavoro se non nei limiti in cui questa possa risultare utile, anche solo in via comparativa, a chiarire alcuni aspetti legati alla disciplina o al funzionamento delle azioni redimibili. In termini più generici e atecnici si è utilizzata invece l'espressione "*clausola di riscatto*" per indicare indistintamente le pattuizioni – contenute in statuti o in patti parasociali – che statuiscono un diritto o un obbligo di riscatto dei titoli: tale espressione, pertanto, ricomprende, in un insieme più ampio, sia le azioni redimibili che le azioni riscattabili.

Da ultimo, si evidenzia come il modello societario preso a riferimento dal presente studio sia rappresentato dalle società per azioni di diritto comune senza tuttavia trascurare, soprattutto in un'ottica di collocazione sistematica delle azioni redimibili, le suggestioni che provengono dal mondo delle società quotate nonché di quelle soggette a specifiche discipline di settore quali quelle che operano nei settori dell'intermediazione creditizia e finanziaria.

1. Le azioni come strumento ibrido di finanziamento

1.1. Il finanziamento della società per azioni nel quadro post-riforma

Al fine di meglio comprendere quale sia lo spazio e la collocazione riservata alle azioni redimibili nel contesto del diritto societario riformato, è opportuno ripercorrere brevemente l'evoluzione normativa della struttura finanziaria della società per azioni. In particolare, occorre richiamare le principali innovazioni introdotte dal legislatore con la riforma 2003 per valutare come, e in quale misura, esse si siano consolidate all'esito della prassi di mercato e delle numerose novità legislative intervenute nel corso degli anni successivi.

A questo riguardo, giova ricordare che il libro V del codice civile, come originariamente concepito dal legislatore del 1942, presentava un modello di società di capitali notevolmente più rigido⁵ rispetto ai risultati acquisiti dal previgente codice di commercio del 1882: il principio ispiratore del nuovo impianto codicistico si basava, infatti, sull'assunto che la limitazione della responsabilità patrimoniale dei soci dovesse essere necessariamente controbilanciata da uno stringente controllo normativo che si traduceva in numerose disposizioni dal contenuto inderogabile. Tale *corpus* era genericamente indicato come "ordine pubblico economico"⁶ proprio al fine di sottolineare come la pervasività dei controlli pubblici sull'iniziativa economica privata fosse posta a tutela dell'interesse generale e, in particolare, della stabilità complessiva del sistema imprenditoriale.

Nel contesto sopra delineato, la raccolta di risorse da parte della società di capitali avveniva mediante l'impiego di strumenti finanziari (azioni e obbligazioni) connotati da una rigida tipicità. Conseguentemente, la dicotomia fra capitale di rischio e capitale di debito era chiaramente delineata così come la (speculare) linea di demarcazione fra i soci – animati da spirito imprenditoriale e aventi un interesse diretto nell'attività sociale – e finanziatori (in prevalenza banche e, in misura molto minore, sottoscrittori di

⁵ MOSSA parla in proposito di codificazione "di ferro" in *Trattato del Nuovo diritto commerciale*, III, *Società a responsabilità limitata*, Padova, 1953, p. 80.

⁶ Cfr. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento delle imprese*, cit., 642; v. anche BARTALENA, *Le nuove obbligazioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, 543 ss.

obbligazioni). Non vi era dunque spazio per la figura del c.d. socio finanziatore in quanto, nelle intenzioni del legislatore, le due figure sopra delineate erano sufficienti ad assicurare le risorse finanziarie necessarie per il proficuo svolgimento dell'attività sociale⁷.

Il mercato dei capitali aveva anch'esso una struttura che, rispetto al panorama odierno, presentava un livello di complessità largamente inferiore, prevalentemente improntato sulla circolazione dei titoli azionari. Il ricorso al prestito obbligazionario era infatti considerato "*evento episodico e tendenzialmente straordinario nella vita sociale*"⁸ e tale concezione trovava conferma in un procedimento deliberativo più gravoso rispetto a quello attuale (la competenza era infatti riservata in via esclusiva all'assemblea straordinaria)⁹ e nella previsione di limiti di emissione (somma non eccedente il capitale sociale versato ed esistente) che ne limitavano sensibilmente la possibilità di utilizzo.

Il quadro normativo qui richiamato era sostanzialmente conforme alla realtà socio-economica dell'epoca, una realtà caratterizzata da una diffusione limitata nel tessuto sociale italiano di capitali destinati all'investimento, nonché dalla preponderante presenza di imprese e società di piccole e medie dimensioni, per lo più a carattere familiare, con una struttura finanziaria semplificata e con un limitato ricorso all'indebitamento.

Questo modello, già all'epoca non adeguato alle esigenze di una grande impresa, entrò definitivamente in crisi negli anni successivi: l'ampliamento delle dimensioni delle imprese nazionali, con conseguente allargamento della relativa base azionaria, comportò inevitabilmente l'esigenza di distinguere coloro che gestivano effettivamente l'impresa da coloro che, pur essendo soci e godendo dei medesimi diritti, erano unicamente interessati ad ottenere un'adeguata remunerazione del capitale fornito¹⁰.

Allo stesso tempo, l'accresciuto benessere comportò una maggiore disponibilità di risparmio e un incremento della capacità di investimento

⁷ Sul punto, SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1998, 7 ss.

⁸ Così TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. Soc.*, 2004, 1082.

⁹ Cfr. testo art. 2365 c.c. nella versione precedente alla citata riforma del 2003.

¹⁰ Si veda sul punto ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, 6 e ss.

anche mediante la graduale interposizione di intermediari finanziari professionali¹¹. In questo mutato panorama, emerse ben presto l'inadeguatezza della struttura finanziaria della società per azioni a fungere da collettore di risorse economiche e fornire così un solido volano alla crescita dimensionale delle società italiane. Tale necessità divenne in seguito ancora più evidente quando, a partire dagli anni '70, le nostre imprese si trovarono a competere in un mercato globalizzato con quelle provenienti da altri ordinamenti¹².

Una prima risposta legislativa su questo fronte si registrò nel 1974 con l'introduzione delle azioni di risparmio e delle obbligazioni convertibili, le quali, per prime, ruppero quella rigida contrapposizione che separava il capitale di rischio dal capitale di credito e aprirono la strada ad un lungo (e tutt'ora *in fieri*) processo di innovazione.

Il percorso evolutivo che ne è scaturito ha visto un ruolo preponderante degli operatori giuridici ed economici i quali, anche sfruttando le indicazioni provenienti dal legislatore comunitario, hanno continuato ad elaborare nuovi modelli che sono andati via via ad affiancarsi a quelli proposti dall'impianto codicistico.

In un questo contesto, la riforma del diritto societario del 2003¹³ rappresenta senza dubbio per il nostro ordinamento la più rilevante opera di recepimento legislativo di questo processo di continua innovazione e, pertanto, costituisce il punto di riferimento irrinunciabile per qualsiasi analisi in materia che pretenda di avere valenza sistematica.

In particolare, il progetto di riforma ha palesato fin da subito l'obiettivo di rivisitare la struttura finanziaria della società per azioni: è sufficiente a questo riguardo fare riferimento all'art. 2 (lett. a) della legge delega per capire come il legislatore intendesse «*perseguire l'obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali*» nonché (lett. e)

¹¹ Per una più ampia descrizione dell'evoluzione del fenomeno societario in Italia nel corso del 1900 si veda SPADA, *C'era una volta la società*, cit., 2 ss.

¹² Cfr. SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1998, 18 ss.

¹³ D. lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003 (Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366).

«adeguare la disciplina dei modelli societari alle esigenze delle imprese anche in considerazione della composizione sociale e delle modalità di finanziamento».

Tale rinnovamento ha preso le mosse da un nuovo modo di intendere l'autonomia statutaria che - liberata dai vincoli stringenti cui era assoggettata dal *corpus* normativo dell'ordine pubblico economico - è stata lasciata libera di esprimersi entro confini molto più ampi che in passato. L'opera di sistematizzazione intrapresa dal processo di riforma ha poi messo a disposizione della società per azioni una vasta gamma di tipologie di azioni e obbligazioni¹⁴, espressamente disciplinate nel codice civile, con caratteristiche tali da poter rispondere ad esigenze di investimento estremamente diversificate¹⁵.

La flessibilità della struttura finanziaria della società per azioni è stata poi ulteriormente potenziata mediante l'introduzione di uno strumento estremamente duttile, e ampiamente plasmabile dall'autonomia privata, quale quello degli strumenti finanziari partecipativi¹⁶.

Il risultato complessivo di questa opera di riforma è stato quello di trasformare la società per azioni da "*struttura di esercizio dell'impresa*" in "*struttura di finanziamento (per l'esercizio) di impresa*"¹⁷ realizzando così

¹⁴ Con riferimento alle azioni si segnala, in particolare, la possibilità, riconosciuta dall'articolo 2348, comma 2, di creare azioni di categoria dotate di particolari diritti amministrativi e patrimoniali nonché la possibilità di emettere azioni speciali che trovano oggi un'espressa collocazione normativa, tra cui: le azioni postergate (art. 2348 c.c.), le azioni privilegiate (art. 2350, comma primo, c.c.), le azioni correlate (art. 2350, comma secondo, c.c.), le azioni, anche non privilegiate, dotate di una particolare disciplina dei diritti amministrativi (art. 2351, comma secondo c.c.), le azioni riscattabili (art. 2437 *sexies*, c.c.). Con riferimento, invece, alle novità in materia di obbligazioni sia consentito fare un rimando a quanto si dirà *infra* nel corpo del testo.

¹⁵ Tale fenomeno si inserisce nel più ampio contesto della disintermediazione creditizia, ovvero a quell'insieme di strumenti legislativi tesi a consentire alle società di capitali di operare un forma di raccolta diretta delle risorse finanziarie presso il pubblico dei risparmiatori in alternativa al tradizionale canale bancario.

¹⁶ Per un efficace inquadramento delle potenzialità e delle caratteristiche di questi ultimi strumenti si rinvia a NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, 542 e ss. e ID., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit.

¹⁷ L'espressione è richiamata da CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I -III, 196, della stessa opinione anche LIBONATI, *L'impresa e le società. Lezioni di diritto commerciale. La società di persone. La società per*

l'intuizione ascarelliana¹⁸ che auspicava il superamento della netta distinzione fra capitale di rischio e capitale di credito¹⁹ e favorendo la nascita di una lunga serie di strumenti "ibridi"²⁰ i cui confini e limiti sono, ancor oggi, non del tutto circoscritti²¹, al punto da definirli titoli *tipici a contenuto atipico*²².

Si è giunti così a modificare in modo radicale la struttura finanziaria della società per azioni rispetto a quanto originariamente proposto dal legislatore del 1942: oggi infatti si registra la presenza nel nostro ordinamento di una lunga serie di strumenti finanziari che si collocano, senza soluzione di continuità, tra l'azione ordinaria (archetipo degli strumenti di capitale di rischio) e l'obbligazione semplice (con rimborso a scadenza e remunerazione a tasso fisso).

Questa grande area grigia è costituita, per l'appunto, dai c.d. strumenti ibridi, ovvero da strumenti che combinano le caratteristiche di due o più strumenti tipici quali, ad esempio, un'azione che conferisce diritti o prerogative

azioni, Milano, 2004, 104; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, 2004, 69 e ss.

¹⁸ ASCARELLI, *Varietà di credito e investimento*, in *Problemi Giuridici*, 2, Milano, 1959 già prospettava la creazione di titoli con caratteristiche ibride rispetto a quelle tradizionali propri delle azioni e delle obbligazioni.

¹⁹ L'opinione è pressoché unanime tra gli studiosi, si vedano, a titolo esemplificativo, GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, cit., 643 ss.; LIBERTINI, *Riflessioni generali*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di Cian, Padova, 2004, 249 e ss. Merita di essere segnalata anche l'interessante puntualizzazione di LA LICATA, *La struttura finanziaria della società bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza*, Torino, 2008, 188 la quale, pur concordando pienamente con tale affermazione, fa notare come l'espressione "capitale di rischio" conservi una precisa valenza descrittiva, potendo oggi riferirsi a tutti gli apporti, anche non imputati a capitale, la cui remunerazione è in modi diversi connessa all'andamento dell'attività sociale.

²⁰ La denominazione di "strumenti ibridi" non si ritrova nel codice civile ma può dirsi ormai diffusamente acquisita tanto in dottrina quanto nella prassi degli operatori di mercato.

²¹ Si veda in proposito ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, II, 166 e ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1271 e ss.

²² L'espressione, originariamente coniata da PORTALE, *Tra «deregulation» e crisi del diritto azionario comunitario*, in *La riforma delle società quotate*, a cura di AA. VV., Milano, 1998, 374, con riferimento alle azioni di risparmio introdotte nel testo unico della finanza, è stata poi successivamente estesa anche agli strumenti finanziari partecipativi e alle obbligazioni, si veda in proposito RABITTI BEDOGNI, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *Dir. banca mercato fin.*, 2004, II, 189.

tradizionalmente proprie di un'obbligazione o, al contrario, un'obbligazione che combina al suo interno diritti caratteristici della partecipazione sociale²³. Solo alcuni di questi strumenti, per effetto della citata riforma del 2003, hanno beneficiato di un espresso riconoscimento normativo nel codice civile o nelle novelle introdotte successivamente alla riforma²⁴. Una larga parte di essi, invece, è stata creata in via di prassi dagli operatori giuridici esercitando quell'autonomia statutaria che, come detto, costituisce uno dei tratti essenziali del nuovo panorama del diritto societario.

Le considerazioni di cui sopra lasciano dunque chiaramente trasparire come buona parte dell'operatività, e quindi anche del successo, dei nuovi strumenti emettibili nel rinnovato contesto normativo post-riforma dipenda proprio dal legittimo esercizio dell'autonomia statutaria²⁵. Nel contesto attuale, infatti, sono sempre maggiori i casi in cui il funzionamento dell'organismo sociale non può essere assicurato da un semplice rimando al dato normativo esistente ma richiede una disciplina statutaria *ad hoc* che tenga conto e tuteli adeguatamente le diverse istanze di cui gli *stakeholder* d'impresa si fanno portatori. Alla luce di queste esigenze, diventa dunque indispensabile indagare, per ciascuno degli strumenti emettibili, i limiti entro cui può liberamente dispiegarsi l'autonomia contrattuale, limiti che, a loro volta, devono essere ricavati da un nucleo di norme e principi inderogabili non sempre facili da individuare in quanto frutto di considerazioni sistematiche e divieti impliciti²⁶ che possono mutare a seconda della fattispecie esaminata e del contesto in cui quest'ultima viene calata.

²³ La prassi delle agenzie internazionali di *rating* parla in proposito di *equity-debt continuum*. Le stesse agenzie internazionali di *rating*, peraltro, hanno elaborato nel corso degli anni una serie di criteri, contenuti in vere e proprie pubblicazioni, con lo scopo di classificare lo strumento ibrido come più prossimo all'area degli strumenti di debito (*hybrid equity*) o di capitale di rischio (*hybrid debt*). Sul punto, A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, Milano, 2015, 2 ss., nota 2. Per un efficace inquadramento delle due fattispecie anche in chiave comparata MCCORMICK – CREAMER, *Hybrid Corporate Securities: International legal aspects*, London, 1987.

²⁴ Cfr. *supra* nota 14 nonché quanto si dirà *infra* al successivo Capitolo II.

²⁵ A questo proposito, giova ricordare che lo stesso articolo 2 della legge delega per la riforma del diritto societario stabilisce che quest'ultima debba ambire a «ampliare gli ambiti dell'autonomia statutaria, tenendo conto delle esigenze dei vari interessi coinvolti».

²⁶ Per un'introduzione al problema MARCHETTI P., *L'autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 562 e ss.; IBBA, *In tema di autonomia statutaria e norme*

Lo sforzo ermeneutico richiesto all'interprete presuppone, tuttavia, che lo strumento ibrido oggetto di indagine sia sottoposto ad un'attività classificatoria che richiede il recupero, seppur con una diversa prospettiva, di concetti già elaborati dalla dottrina classica²⁷.

Tutto ciò non deve però portare a ritenere la classificazione degli strumenti ibridi un mero esercizio teorico in quanto tale attività comporta rilevanti conseguenze sul piano applicativo: nel nostro ordinamento, infatti, anche a seguito dei profondi cambiamenti occorsi negli ultimi anni, persiste tutt'ora una chiara distinzione normativa fra gli strumenti c.d. di *equity* (cioè gli apporti a titolo di capitale) e quelli di debito²⁸, al punto che la sussunzione di uno strumento ibrido all'interno dell'una o dell'altra categoria comporta l'applicazione di *corpus* normativi completamente diversi²⁹ e, di conseguenza, l'adozione di differenti parametri sui quali formulare il relativo giudizio di legittimità. Nondimeno, non può tacersi come la natura stessa dello strumento ibrido faccia sì che lo stesso sia ritenuto più prossimo all'area

inderogabili, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, cit., 143 e ss.

²⁷ Si pensi alla nozione di “capitale di rischio” - cui sono riconducibili, in via di prima approssimazione, tutti gli apporti che presentano una maggiore e diretta esposizione al rischio di impresa e la cui restituzione è, conseguentemente aleatoria e postergata rispetto ad altre utilità - in contrapposizione a quella, speculare e contrapposta, di “capitale di credito”, ovvero dell'insieme degli apporti la cui restituzione può considerarsi maggiormente garantita (e, in alcuni casi, ragionevolmente certa) in quanto non correlata ai risultati della gestione societaria. Nel panorama legislativo antecedente alla riforma del 2003, si è tradizionalmente (e convenzionalmente) sempre ritenuto che i soci - in quanto tali - fossero i soggetti apportatori di capitale di rischio mentre i finanziatori si facessero portatori del capitale di credito. Tuttavia, come si avrà modo di chiarire nel corso della presente trattazione, tale distinzione - vera in principio e che mantiene tutt'ora una certa utilità esegetica - non può tuttavia, per effetto degli interventi normativi occorsi e della prassi applicativa che ne è conseguita, considerarsi oggi così netta ma deve, al contrario, essere attentamente riconsiderata.

²⁸ Al contrario, come già rilevato, non esiste una definizione normativa astratta e generale degli strumenti ibridi, né il legislatore si preoccupa di fornire criteri utili ai fini del loro corretto inquadramento. Sotto questo profilo, come si vedrà meglio *infra*, l'ordinamento si limita a riconoscere e disciplinare alcune ipotesi specifiche legate all'utilizzo di strumenti ibridi lasciando all'interprete il compito di trarre le necessarie conclusioni sul piano sistematico.

²⁹ Si pensi, ad esempio, alle profonde differenze in tema di procedimento di emissione, applicabilità di limiti all'emissione o necessità di rispettare il diritto di opzione.

degli strumenti di rischio o degli strumenti di debito a seconda di quale sia l'angolo visuale dal quale lo si analizza³⁰.

A tal riguardo, è stato osservato³¹ come, al fine di individuare la disciplina in concreto applicabile, non sia opportuno procedere secondo una tecnica “per assorbimento” secondo la quale lo strumento viene integralmente sottoposto alla disciplina del tipo azionario o obbligazionario all’esito di un giudizio di prevalenza sulla sua natura. Tale impostazione, infatti, rischierebbe di rivelarsi arbitraria e, cosa più importante, frustrerebbe la natura ibrida dello strumento, costringendolo entro gli ambiti normativi della tradizionale dicotomia debito/*equity*. Sembra quindi più opportuno procedere ad un’analisi casistica e puntuale della funzione e delle caratteristiche dello strumento al fine di individuarne le regole di funzionamento più congrue a seconda delle specifiche circostanze che vengono in rilievo.

In questo contesto, la tendenza del legislatore ad agevolare il finanziamento d’impresa garantendo una crescente flessibilità nella scelta degli strumenti finanziari emettibili nonché nella strutturazione dei diritti da essi garantiti può dirsi certamente confermata, se non persino rafforzata, all’esito dell’attività legislativa posta in essere successivamente al 2003. Si pensi, al riguardo, ai numerosi provvedimenti mediante i quali sono stati introdotti, o profondamente riformati, gli strumenti finanziari tesi a incentivare la raccolta di capitale di rischio e di debito da parte della società di capitali. In proposito, per limitarsi alle novelle più recenti, è sufficiente ricordare l’introduzione nel nostro ordinamento delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato³² o, sul

³⁰ Le agenzie di *rating*, ad esempio, non si curano delle classificazione giuridica dello strumento ma si preoccupano unicamente di valutare se, in caso di tensione finanziaria, l’emittente possa legittimamente sottrarsi al rimborso dello strumento o per lo meno differirne la scadenza. Simili contraddizioni possono emergere sul piano contabile dove, per effetto dell’applicazione dei principi internazionali, strumenti giuridicamente qualificabili come azioni possono, in presenza di determinate caratteristiche, non concorrere alla formazione del patrimonio (cfr., in proposito quanto detto *infra* al Paragrafo 3.6).

³¹ CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006, 28 e A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., 17 e ss.

³² D.l. n. 91 del 24 giugno 2014 convertito in l. n. 116 dell’11 agosto 2014. Per un primo commento si vedano SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto” tra azioni a volto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. Notariato*, 2014, V, 921 ss.; e, in chiave sistematica, M. CIAN, *Capitale, proprietà, controlli: un nuovo “restyling” per le società di capitali (in margine alle modifiche al codice civile introdotte dal d.l. n 91/2014*

versante degli strumenti di debito, le importanti riforme in tema di cambiali finanziarie, limiti quantitativi e vincoli fiscali per l'emissione di obbligazioni da parte di società non quotate nonché alla possibilità per queste ultime di emettere obbligazioni con clausole di partecipazione e/o subordinazione³³. Sotto altro profilo, è opportuno altresì richiamare quei provvedimenti tesi ad agevolare la concessione di credito da parte di soggetti non bancari grazie alla rimozione di alcuni ostacoli di carattere fiscale legati alla sottoscrizione di titoli di debito e all'ampliamento del novero dei soggetti ammessi alla concessione diretta del credito a soggetti non tipicamente bancari quali ad esempio i veicoli di cartolarizzazione o i fondi comuni di investimento³⁴.

1.2. L'azione ibrida nel panorama del diritto azionario e la crescente importanza del "diritto al disinvestimento"

Come già si è avuto modo di rilevare, il diritto societario riformato è chiaramente ispirato ad un modello azionario teso a far prevalere l'autonomia sulla tipicità³⁵; infatti, per tramite dell'art. 2348 comma 2 c.c. – che prevede la

conv. con legge n. 116/2014), in *Studium iuris*, 2014, 1258 ss.; BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, II, 2015, 266 ss.; SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, I, 2015, 134 ss.; CARIELLO, *Azioni a voto potenziato "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, I, 2015, 164 ss.

³³ Per tutti gli strumenti di debito di cui sopra, il riferimento è al d.l. n. 83 del 22 giugno 2012 convertito in l. n. 134 del 7 agosto 2012. Per una compiuta analisi delle novità normative introdotte in tema di cambiali finanziarie si rimanda a SPAGNUOLO, *La cambiale finanziaria tra forma cartolare e funzione finanziaria*, Torino, 2012 e a URBANI, *Le cambiali finanziarie nelle dinamiche del mercato*, Padova, 2013. Per una disamina sui nuovi limiti alle emissioni obbligazionarie si vedano ATLANTE – RUOTOLO, *Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito obbligazionario (il nuovo comma 5 dell'art. 2412 c.c.)*, in *Studi del notariato*, 143-2014; con riferimento alle obbligazioni aventi caratteristiche partecipative e/o subordinate A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., ove anche una esaustiva disamina della natura ibrida dello strumento obbligazionario.

³⁴ Il riferimento è, rispettivamente al d.l. n. 145 del 23 dicembre 2013 (convertito in l. n. 9n del 21 febbraio 2014) e al d.l. n. 91 del 24 giugno 2014 (convertito in l. 11 agosto 2014 n. 116). Con riguardo a quest'ultimo corre tuttavia l'obbligo di segnalare che la sua piena attuazione è subordinata all'entrata in vigore dei necessari regolamenti attuativi.

³⁵ In questo senso, già prima della riforma, MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 73 e ANGELICI, *La partecipazione azionaria nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, Torino, vol. 16, 1994, 281 e 285.

possibilità di «liberamente determinare il contenuto delle azioni»³⁶ – è possibile procedere all'emissione di un (potenzialmente) vasto novero di categorie azionarie con una diversa combinazione di diritti di tipo patrimoniale e amministrativo³⁷. Chiaramente, tale accresciuta autonomia non sottrae le categorie di azioni³⁸ alla verifica in ordine alla loro compatibilità con i principi inderogabili del diritto societario ma ne sposta l'onere dal legislatore all'operatore giuridico, chiamato ad una valutazione preventiva e prognostica – in quanto riferita non esclusivamente al momento dell'emissione dello strumento ma anche, e soprattutto, al suo venire in rilievo nelle ambito delle future vicende societarie – circa la legittimità del loro

³⁶ Vi è un vasto consenso in dottrina nell'attribuire a questa previsione uno specifico riconoscimento del principio di atipicità delle categorie speciali di azioni, per tutti NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa tit. cred.*, 544 e GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, 1, *Le nuove società di capitali e cooperative*, Padova, 2004, 128 e ss.

³⁷ Lo stesso legislatore ha, nel corso degli anni, specificamente riconosciuto e disciplinato alcune particolari categorie di azioni, che possono così definirsi “tipiche”, la cui specialità risiede appunto nella diversa conformazione dei diritti patrimoniale e/o amministrativi da esse attribuiti ai relativi titolari. Si pensi, a titolo esemplificativo, alle azioni postergate (art. 2348 comma 2 cod. civ), alle azioni privilegiate (art. 2350 comma 1), alle azioni correlate (art. 2350 comma 2), alle azioni riscattabili (art. 2437 *sexies*) o, più recentemente, alle azioni a voto plurimo e maggiorato (art. 2451 comma 4 c.c. e artt. 127-*quinquies* e 127-*sexies* del TUF). Nel complesso, il novero delle figure tipizzate conferma la tendenza a considerare i diritti amministrativi e, segnatamente, il diritto di voto, come elemento *naturale* ma non più *essenziale* della partecipazione (nei limiti della metà del capitale sociale) mentre, per quanto concerne i diritti patrimoniali, si ravvisa una sempre più marcata propensione a una loro differenziazione anche mediante il recepimento legislativo di figure già largamente utilizzate nella prassi (si pensi, ad esempio alle azioni correlate – modellate sulla scorta delle *tracking stocks* di diritto statunitense – o alle azioni riscattabili che, al momento della loro introduzione nel nostro ordinamento, erano già discretamente diffuse nel nostro ordinamento per effetto della circolazione di modelli provenienti da altri ordinamenti e dal legislatore comunitario).

³⁸ Si noti che il riferimento alla “categoria di azioni” non è casuale dal momento, in aderenza all'orientamento maggiormente condiviso in dottrina, non si ritiene ammissibile – in quanto incompatibile con il tenore letterale dell'ultimo comma dell'art. 2348 c.c. nonché con la disciplina delle assemblee speciali di cui all'art. 2376 – la costituzione di una categoria azionaria composta da una sola azione se non nei casi eccezionali previsti dalla legge (Cfr. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, a cura di Abbadessa e Portale, Torino, 2007, 597). Alle medesime conclusioni, pur su differenti, basi argomentative PICONE, *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2003, 755.

impiego³⁹. In questo contesto normativo trovano spazio le azioni “ibride”⁴⁰ la cui creazione è atta a favorire l’afflusso di capitali verso l’impresa consentendo di valorizzare, conferendo loro rilevanza sociale⁴¹, le ragioni economiche alla base del conferimento. L’introduzione delle azioni “ibride”

³⁹ Scrive in proposito LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, 520 «si tratta purtroppo di un esercizio reso molto difficile dall’assenza di univoche indicazioni normative contenute nel testo riformato, in cui malauguratamente il meritorio ampliamento degli spazi al *free bargaining* non si è accompagnato, come avrebbe invece dovuto, anche alla luce delle migliori esperienze straniere, alla definizione normativa di alcuni principi cardine, che spetta dunque ora all’interprete individuare e valorizzare».

⁴⁰ L’espressione, pur in assenza di un esplicito riconoscimento normativo, è stata utilizzata fin dai primi commenti al progetto di riforma, cfr. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Atti del Convegno di studi su tema “Verso il nuovo diritto societario. Dubbi ed attese”*, Firenze, 16 novembre 2002, in <<http://www.notarlex.it/news/notari.pdf>>. Per una disamina dei limiti della fattispecie degli strumenti ibridi e dei suoi confini si vedano ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di “strumenti finanziari partecipativi” in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, II, 166 e ss; BARTALENA, *Le nuove tipologie di strumenti di strumenti finanziari*, in *Banca borsa. tit. cred.*, I, 2004, 293 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1271 e ss.

⁴¹ In proposito occorre tuttavia dar conto dell’orientamento, che gode di un certo seguito in dottrina, secondo cui la semplice collocazione di un patto all’interno dello statuto non è, di per sé sola, sufficiente a conferire a quest’ultimo rilevanza “sociale”, residuando sempre la possibilità di dimostrarne, al ricorrere di determinate circostanze, l’effettiva valenza solo su un piano “parasociale” e, quindi, con efficacia meramente obbligatoria (cfr., *ex multis*, RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali tra soci*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., 445 e ss; OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. comm.*, II, 2005, 59 ss. *contra* COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, I, 2004, 203 ss.; TUCCI, *Patti parasociali e governance del mercato nel mercato finanziario*, Bari, 2005, 17 e nota 12 favorevoli ad un criterio squisitamente formale che ricollega la rilevanza della clausola alla sua relativa collocazione). L’individuazione dei criteri sulla cui base può essere ravvisata o esclusa la rilevanza “sociale” del diritto è stata oggetto di ampio dibattito. In particolare, si spazia dalla tesi della *c.d. direzione del vincolo* – secondo cui la natura sociale sussisterebbe esclusivamente per i vincoli tra soci e società ma non per i vincoli che riguardano esclusivamente i soci (OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942, 41) – a quella, per così dire *funzionale*, per la quale solo i vincoli aventi *funzione organizzativa* compatibili con la struttura sociale tipica di cui si tratta rilevano sul piano sociale mentre quelli che perseguono interessi individuali dei soci restano confinati al piano parasociale (ANGELICI, *La costituzione della società per azioni*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da Rescigno, 16, II, Torino 1985, 230). La compiuta disamina da questo tema esula dai limiti della presente trattazione; tuttavia, per quanto qui rileva, è possibile fin d’ora anticipare che il vincolo della redimibilità è suscettibile di assumere, a determinate condizioni, rilevanza e sociale e godere così dei benefici della tutela reale. Cfr., in proposito quanto detto *infra* al successivo Paragrafo 2.7.

non è peraltro priva di conseguenze sul piano sistematico poiché contribuisce a ridisegnare alcuni equilibri del diritto azionario e consolida l'emersione di nuove tendenze che già l'originale progetto di riforma metteva in luce.

Tra i capisaldi la cui rivisitazione si rende opportuna nel mutato quadro normativo si segnalano, per i fini che qui rilevano, il principio di correlazione fra rischio e potere e il principio di parità di trattamento degli azionisti. Con riferimento al primo profilo, occorre riconoscere che il progressivo abbandono della rigida bipartizione tra capitale di rischio e capitale di debito ha parallelamente comportato un superamento della rigida e proporzionale correlazione tra rischio e potere concepita dal legislatore del 1942⁴². Sul piano legislativo, infatti, tale concezione è stata superata già nel primo scenario post-riforma prevedendo, ad esempio, la possibilità di emettere azioni in misura non proporzionale ai conferimenti o con diritto di voto limitato e, più recentemente, riconfermata e consolidata dall'introduzione delle azioni a voto plurimo o maggiorato (che, a sua volta, ha segnato il tramonto del principio "*one share, one vote*" fino a quel momento sopravvissuto alle spinte innovative del progetto riformatore⁴³).

Per quanto concerne, invece, il principio di parità di trattamento, non può certamente parlarsi di un suo superamento⁴⁴ quanto piuttosto di una ricollocazione del suo ambito di operatività all'interno della categoria di azioni. Infatti, oggi è possibile conferire statutariamente prerogative e *status* differenti all'interno della compagine azionaria a patto che tale differenziazione sia realizzata mediante la creazione di una categoria di azioni che garantisca ai portatori dei relativi titoli diritti tra loro uniformi e

⁴² Così GAMBINO, *Spunti di riflessione: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, cit., 641; LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, cit., 520; NOTARI, *sub art. 2348*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008, 371; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1293.

⁴³ Cfr. BUSANI – SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si pesano: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto "plurimo" e a voto "maggiorato"*, in *Società*, 2014, 1048 ss.. Per un'analisi critica del principio "*one share, one vote*" FERRARINI, "*Un'azione – un voto: un principio europeo?*", in *Riv. soc.*, 2006, 24 ss.

⁴⁴ Al contrario, tale dogma può dirsi ben saldo in quanto corollario del più ampio principio di buona fede che permea il contratto sociale.

paritari⁴⁵. In questo senso può dirsi, pertanto, che la parità di trattamento deve sussistere tra i titolari di una medesima categoria azionaria⁴⁶ non essendo, per converso, ammissibili pattuizioni aventi rilevanza *sociale* che conferiscano diritti individuali al socio⁴⁷ posto che «la società per azioni conosce e si rapporta con le azioni, ma non conosce e non si rapporta con gli azionisti»⁴⁸.

Su un diverso piano, tra le tendenze che le azioni “ibride” hanno contribuito a consolidare, assume rilevanza centrale ai fini del presente lavoro il c.d. “interesse al disinvestimento”. Con ciò, si fa riferimento alla crescente

⁴⁵ A tal proposito, occorre dar conto del dibattito sviluppatosi intorno al “contenuto differenziale minimo” che deve essere attribuito alla categoria di azioni ai fini della sua creazione. In proposito si registrano infatti due diverse scuole di pensiero: la prima secondo cui la nozione di «diritti diversi» attribuibile alle azioni di categoria (art. 2348 c.c.) va interpretata in senso restrittivo come idonea a ricomprendere soltanto veri e propri diritti soggettivi (cfr. nel quadro pre-riforma, MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., 65 ss.; ANGELICI, *Delle società per azioni. Le azioni (artt. 2346-2356)*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1992, 64; BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Portale, 2, Torino, 1991, 44 ss.); la seconda, meno aderente al dato letterale della norma, ma, ad avviso di chi scrive, maggiormente rispondente alla *ratio* ad essa sottesa, secondo cui «qualsiasi situazione giuridica soggettiva astrattamente attribuibile dallo statuto alle azioni [...] ed astrattamente suscettibile di una diversa attribuzione ad una parte delle azioni rispetto alle altre azioni» è idonea a costituire una categoria di azioni (in questo senso, NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 601; del medesimo avviso anche CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 95, *Clausole limitative della circolazione di partecipazioni sociali, applicabili solo a determinate categorie di azioni o a singoli soci (artt. 2348, 2355-bis, 2468 e 2469 c.c.)* in *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2014; TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 967; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova S.p.A.*, Torino, 2004, 114). Tale dibattito assume rilievo ai fini dell’applicazione della disciplina delle assemblee speciali di cui all’art. 2376 c.c. e, come si vedrà meglio *infra* al Paragrafo 3.1, nel contesto delle azioni riscattabili e redimibili.

⁴⁶ Come si evince dallo stesso tenore letterale dell’art. 2348 c.c. a mente del quale «tutte le azioni appartenenti a una medesima categoria conferiscono uguali diritti».

⁴⁷ In contrapposizione, dunque, a quanto avviene per le società a responsabilità limitata ai sensi dell’art. 2468 comma 3 c.c.

⁴⁸ L’espressione è di NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit. 612. Dello stesso avviso, SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 180 – per il quale «l’azione, oggi, è lo strumento, ma anche il limite, per la creazione di diritti diversi di partecipazione» – e D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007, 102. Sotto questo profilo, dunque, la disciplina della società per azioni si differenzia nettamente da quella delle società a responsabilità limitata dove, per converso, è ammissibile l’attribuzione per via statutaria di «diritti individuali del socio» che, in quanto tali, sono attribuiti *ad personam* senza un rapporto funzionale con la quota posseduta.

propensione a considerare l'acquisto di una partecipazione in una società di capitali quale vero e proprio *investimento*⁴⁹ e alla speculare accresciuta importanza assunta, in tale ottica, dalle soluzioni e dalle modalità che il socio/investitore ha a disposizione al fine di ottenerne la liquidazione. Il complesso di tale opzioni e rimedi rinvenibili nell'ordinamento viene spesso genericamente indicato, con denominazione generica e atecnica, con il termine *exit*⁵⁰. Per i fini che qui rilevano⁵¹, assumono particolare importanza quelle modalità di disinvestimento di cui l'azionista investitore può godere in virtù di particolari diritti a lui riconosciuti dalla legge o dallo statuto e, segnatamente, il recesso e il riscatto azionario⁵².

Questi istituti – per lungo tempo relegati ad un ruolo secondario principalmente a causa di un trattamento legislativo molto penalizzante se non persino assente⁵³ – beneficiano oggi di un apparato regolatorio molto più

⁴⁹ Per una teorizzazione generale del fenomeno si rimanda a FERRI G. JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001 e SPADA, *Diritto commerciale – II. Elementi*, Padova, 2009, 6 ss.

⁵⁰ Non è peraltro superfluo rilevare come tale termine, in base all'uso invalso nella prassi, accomuni fenomeni giuridicamente tra loro molto distanti che spaziano dalla cessione della partecipazione sociale nel relativo mercato di riferimento, al recesso, al riscatto nonché, per le società quotate, dalla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto (in particolar modo obbligatorie).

⁵¹ In coerenza con l'ambito d'indagine delineato in Premessa, non saranno qui analizzate le modalità tipiche di disinvestimento dell'azionista di una società per azioni quotata, ovvero quelle riconducibili alle offerte pubbliche di cui al TUF e alla relativa regolamentazione attuativa.

⁵² È pacifico infatti che, in un sistema di diritto societario maturo, il diritto al disinvestimento non possa essere assicurato dalla semplice possibilità di vendere la propria partecipazione sul mercato in quanto tale opzione non è in grado di fornire alcuna garanzia sulle tempistiche e sui valori della vendita e, per molte società non quotate, potrebbe spesso rivelarsi preclusa dall'assenza di un mercato di riferimento con sufficienti caratteristiche di liquidità. In questo senso, si registra anche una sempre più diffusa inclinazione in dottrina a trattare unitariamente questi istituti nell'ottica di una loro valorizzazione congiunta, cfr.; PASQUARIELLO, *Il recesso nei gruppi di società*, Padova, 2008, 108 ss.; FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, 1 ss.

⁵³ Il riferimento è evidentemente all'istituto del riscatto azionario che – sino all'introduzione della norma dedicata alle azioni riscattabili (art. 2437-*sexies* c.c.) avvenuta nel 2003 – era sostanzialmente privo di riferimenti normativi specifici nel nostro ordinamento fatta eccezione per le ipotesi di riscatto c.d. “finalizzato” ovvero strumentale alla riduzione di capitale mediante riscatto e successivo annullamento di azioni. Per una dettagliata ricostruzione della storia di questo istituto nel nostro ordinamento nonché delle conseguenze relative all'avvenuta codificazione dell'istituto delle azioni riscattabili si rimanda a quanto detto *infra* al Capitolo II.

articolato e, quel che è più importante, di possibilità molto maggiori di poter essere adattati per rispondere alle specifiche esigenze del socio investitore.

Merita in proposito soffermarsi brevemente sull'evoluzione dell'istituto del recesso che, per portata sistematica e per le vaste potenzialità applicative, può ritenersi il più importante presidio a tutela dell'“interesse al disinvestimento”, e, come si avrà modo di vedere nel corso della trattazione, assume rilevanza centrale anche ai fini dello studio del riscatto azionario e delle azioni redimibili⁵⁴.

In Italia, così come nella maggioranza degli ordinamenti occidentali⁵⁵, il diritto di recesso è stato introdotto come strumento di tutela delle minoranze a fronte del passaggio dalla regola dell'unanimità al principio maggioritario per l'assunzione delle delibere modificative del contratto sociale⁵⁶. Tuttavia, l'effettiva capacità di questo istituto di tutelare l'“interesse al disinvestimento” è rimasta per lungo tempo limitata dalla rigidità dell'apparato normativo di

⁵⁴ Avuto riguardo alla prossimità funzionale dei due istituti, le azioni redimibili sono state messe in relazione con il recesso già prima dell'avvento delle riforma, cfr. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, 131 ss.; PRESTI, *Le clausole di riscatto nella società per azioni*, in *Giur. comm.*, II, 1983, 411; CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1983, 516; all'esito della riforma, l'avvicinamento dei due istituti è stato poi ulteriormente rimarcato, si vedano, tra i molti, GALLETTI, *sub art. 2437-sexies*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, III, Padova, 2005, 1636; DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.* 2004, 329 ss.; SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 145 ss.; STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009, 276; CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, in Marasà-Ciocca, *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, Padova, 2011, 35. Considerazioni similari si rinvencono nella dottrina di altri ordinamenti, cfr. NOTE, *Redemption at the Option of the Shareholders in the Close Corporation*, in *Iowa Law Review*, 48, 1963, 992 per quanto concerne l'ordinamento statunitense e, con riferimento all'ordinamento spagnolo, DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatabales*, Madrid, 2002, 263.

⁵⁵ Tra gli altri, si segnalano l'ordinamento spagnolo in cui il *derecho de separación* è stato introdotto nel 1951 con la *Ley de regimen juridico de las sociedades anonimas* e i diritti statali degli Stati Uniti d'America in cui l'*appraisal right* è stato introdotto a partire dagli anni '30 del '900 sulla spinta di alcune pronunce giurisprudenziali.

⁵⁶ In particolare, il diritto di recesso fa la sua prima comparsa con l'art. 158 del codice di commercio del 1882 ed era, in una prima fase, limitato alle ipotesi di fusione, reintegrazione o aumento del capitale sociale, cambiamento dell'oggetto sociale e proroga della società. Tra i primi autorevoli commentatori dell'istituto si segnalano VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1912, II n. 506 e, in tempi relativamente più recenti FRÈ, *Sul diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 1933, 635 ss. e DONADIO, *Il recesso del socio per modifiche statutarie*, Milano, 1940, 37 ss.

riferimento, resa ancor più gravosa a seguito della prassi applicativa suggerita dalla dottrina e dalla giurisprudenza dell'epoca⁵⁷ che, in alcuni casi, giungeva persino ad ipotizzarne la prossima sparizione⁵⁸. Infatti, l'esercizio del recesso era confinato entro limiti ben precisi che prevedevano un indicazione tassativa delle ipotesi in cui il diritto veniva riconosciuto e criteri molto penalizzanti per la determinazione del valore della partecipazione oggetto di recesso, essenzialmente legati al valore di bilancio, che, a loro volta, riflettevano valori storici sovente molto più bassi dell'effettivo valore di mercato⁵⁹.

Come noto, questo tipo di impostazione è stata completamente rivoluzionata dalla riforma del diritto societario del 2003⁶⁰ all'esito della quale molti, se non quasi tutti, dei limiti che avevano impedito al diritto di recesso di costituire

⁵⁷ Da più parti, infatti, si riteneva che le ipotesi di recesso previste dal legislatore non potessero formare oggetto né di interpretazione analogica, né di una regolamentazione suppletiva di fonte statutaria. Ciò sull'assunto che la possibilità per il singolo socio di sottrarsi al principio maggioritario, ottenendo la liquidazione delle proprie quote, fosse norma eccezionale e, in quanto tale, da interpretarsi in senso rigorosamente restrittivo. A ciò si aggiungeva anche la volontà di preservare l'integrità del capitale sociale considerato, nel sistema dell'epoca, presidio a garanzia degli interessi dei creditori. Sul punto, si vedano, a titolo esemplificativo GALGANO, *La società per azioni*, in *Tratt. dir. comm. dir. pubbl. econ.*, a cura di Galgano, VII, 1988, 325 ss.; COTTINO, voce *Società per azioni*, in *Noviss. Digesto it.*, Torino, 1970, XVII, 654; PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 202 e, per una critica del recesso in quanto in contrasto con il principio di tutela del capitale, JAGER, *Il voto «divergente» nella società per azioni*, Milano, 1976, 47. In giurisprudenza, a sostegno del divieto di interpretazione analogica, Cass., 28 ottobre 1980, n. 5790, in *Giur.it.*, 1981, I, 1, 32 ss. e App. Milano, 12 marzo 2002, in *Giur. it.*, 2002, 2013 ss.; App. Milano, 16 ottobre 2001, in *Società*, 2002, 449 ss.

⁵⁸ Cfr., nel vigore del già citato codice del commercio del 1882, VITERBO, *Il diritto di recesso verso la sua fine*, in *Riv. dir. comm.*, 1933, I, 289 ss. e, più recentemente, FENGHI, *La riduzione del capitale*, Milano, 1974, 97; PACCHI PESUCCI, *Autotutela dell'azionista e interesse dell'organizzazione*, Milano, 1993, 91 ss.

⁵⁹ In proposito mette in conto evidenziare l'atteggiamento più favorevole degli ordinamenti statali degli Stati Uniti d'America – da sempre improntati ad un atteggiamento di maggior tutela nei confronti degli investimenti di minoranza – orientati fin quasi subito a prendere a riferimento il *fair market value* (che, al contrario, diverrà parametro di riferimento nel nostro ordinamento solo a seguito della riforma del 2003). Per una rassegna in materia si veda PETITPIERRE-SAUVAIN, *Droit des sociétés et des groupes de sociétés*, Ginevra, 1972, 182 ss.

⁶⁰ Per una ricognizione delle principali novità introdotte nella nuova disciplina del recesso CALANDRA BUONAURA, *Il recesso de socio nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 291 ss.; PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 518 ss.; CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 487 ss.; SALVATORE, *La riforma del diritto societario: il «nuovo» diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2003, 629 ss.

efficace strumento di tutela dell'“interesse al disinvestimento” sono venuti a cadere. Infatti, per limitarsi alle novità di maggior rilievo ai fini che qui interessano, è stato espressamente consentito alle società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e alle società a responsabilità limitata la possibilità di introdurre ulteriori ipotesi di recesso per via statutaria (congiuntamente all'ampliamento delle fattispecie legislative al ricorrere delle quali è riconosciuto in capo ai soci un diritto di recesso⁶¹). Inoltre, sotto un profilo di tutela patrimoniale degli interessi del socio uscente, è stato affermato il principio per cui il valore della quota da liquidare deve essere parametrato al *fair market value*⁶² prevedendo una procedura precisa, e articolata in diversi passaggi, per assicurarne il pagamento e arrivando ad ipotizzare che, in mancanza di altre soluzioni, la società possa arrivare a sciogliersi al fine di reperire le risorse necessarie alla liquidazione del socio uscente⁶³.

⁶¹ Per un commento delle fattispecie tipiche di recesso delle società per azioni di cui all'art. 2437 c.c. e alle altre norme del codice civile cfr., *ex multis*, DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., 3, 217 ss.; con riferimento alla società a responsabilità limitata (art. 2473 cod. civ) cfr., *ex multis*, REVIGLIONE, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Milano, 2008; ANNUNZIATA, *sub art. 2473 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – Ghezzi – Notari, cit.; per un'analisi delle ipotesi di recesso nella disciplina dei gruppi societari VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso in caso di direzione e coordinamento (art. 2497-quater)*, in *Riv. soc.*, 2008, 1179 ss.; PASQUARIELLO, *Il recesso*, cit., 101 ss.

⁶² Tale principio è ispirato a una chiara logica di protezione dell'investitore di minoranza la cui tutela si gioca evidentemente non tanto nel campo dei diritti di intervento e voto presso gli organi sociali competenti (c.d. diritti di *voce*) quanto piuttosto nel campo dei diritti di *exit* imperniati su un'equa valorizzazione dell'investimento nelle ipotesi in cui tale socio si trovi a subire passivamente decisioni maturate e assunte nel campo degli investitori di maggioranza. Ciò premesso, come si avrà modo di vedere *infra*, le sopra indicate ragioni di tutela sono suscettibili di assumere una diversa colorazione nel campo delle azioni redimibili.

⁶³ A questo proposito, da più parti si è evidenziato come la nuova disciplina comporti una significativa diminuzione dei presidi a tutela dell'integrità del capitale sociale e della posizione dei creditori, cfr. PORTALE, *Riforma della società di capitali e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Corr. giur.*, 2003, 146; ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 58 ss., DE ANGELIS, *Dal capitale “leggero” al capitale “sottile” si abbassa il livello di tutela dei creditori*, in *Società*, 2003, 1461. A parziale limitazione di queste critiche occorre tuttavia rilevare come, nel rinnovato sistema delle società di capitali, il capitale sociale abbia perso quelle preminente funzione di garanzia patrimoniale assunta nel previgente sistema normativo digradando verso una prevalente funzione amministrativa se non, in alcuni casi, addirittura simbolica. Tale tendenza sembra

Lo stravolgimento del panorama normativo di cui si è dato brevemente conto ha sollevato non pochi dubbi e perplessità: in particolare, per quanto qui rileva, ci si è interrogati a lungo sui limiti funzionali e tipologici cui deve essere assoggettata l'autonomia statutaria nella determinazione delle cause di recesso convenzionali⁶⁴ nonché sul significato da attribuire, in chiave sistematica, ai criteri previsti per la determinazione della quota da liquidare⁶⁵. Come si avrà modo di vedere nel corso del presente lavoro, gli argomenti sviluppati dagli interpreti in tale contesto assumono un'importanza rilevante al fine di individuare i limiti di ammissibilità e la disciplina applicabile alle azioni redimibili. In questa sede, preme tuttavia rilevare come la riforma dell'istituto del recesso sia sintomo di una tendenza sempre più marcata dell'ordinamento ad approntare forme di tutela diretta del *disinvestimento*⁶⁶.

essersi peraltro accentuata per effetto delle novità normative occorse di recente che hanno registrato, con riferimento alla società per azioni, la riduzione del capitale minimo per la costituzione da Euro 120.000 a Euro 50.000 (cfr. art. 2327 cod. civ come modificato dal d.l. n. 91 del 24 giugno 2014) e, per le società a responsabilità limitata, la sostanziale eliminazione del vincolo del capitale minimo (cfr. art. 2463 c.c. nella versione introdotta in sede di conversione del d.l. n. 76 del 28 giugno 2013) e la nuova disciplina della società a responsabilità limitata semplificata di cui al medesimo decreto.

⁶⁴ Senza voler qui compiutamente ricostruire i termini di un dibattito molto ampio e, per molti aspetti, ancora aperto si rimanda, con riferimento alle società per azioni, a DACCÒ, *Il recesso nella s.p.a.*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Panzani - Cagnasso, II, Bologna, 2010, 1397 ss.; DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 231; BIONE, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, cit., 3, 206 ss.; relativamente alle società a responsabilità limitata a REVIGLIONE, *Il recesso*, cit., 17 ss.; ANNUNZIATA, *sub art. 2473 c.c.*, cit., 499 ss.; ENRIQUES – SCIOLLA – VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm.* 2004, I, 764; SALVATORE, *La riforma del diritto societario*, cit., 643; CALANDRA BUONAURA, *Il recesso de socio nelle società di capitali*, cit., 304. Sul punto di veda anche quanto detto *infra* al Paragrafo 3.2.

⁶⁵ Ispirati, come già si è avuto modo di rilevare, al c.d. *fair value* della partecipazione, sulla definizione di tale concetto si vedano CALANDRA BUONAURA, *Il recesso de socio nelle società di capitali*, cit., 304; STELLA RICHTER M. JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, 411 ss.; VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 309, ss.; CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali*, cit., 507.

⁶⁶ Per un'analisi del recesso quale strumento di disinvestimento già in epoca pre-riforma cfr. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, cit. 154 ss. per il quale «può cogliersi un totale capovolgimento di prospettiva sul piano della valutazione dell'assetto di interessi sottostante alla disciplina societaria: mentre all'origine, infatti, si discorreva, in un'ottica tipicamente associativa, del mantenimento della qualità di socio in termini di diritto, di diritto allora a non disinvestire [...], è andato poi affermandosi un diverso punto di vista, tendente a configurare, all'opposto, un vero e proprio diritto a disinvestire».

Infatti se, nella vigenza del sistema pre-riforma, il *disinvestimento* poteva realizzarsi unicamente in forma indiretta mediante l'alienazione della propria partecipazione – ovvero senza alcuna forma di collaborazione attiva, o comunque coercibile, da parte della società o degli altri soci – nel sistema vigente si ravvisa la presenza di un articolato apparato che consente all'azionista/investitore, in determinate circostanze, di tutelare il proprio “interesse al disinvestimento” mediante un vero e proprio *diritto* ad ottenere la liquidazione della propria partecipazione⁶⁷. Come visto, l'orizzonte di questo spazio di tutela, è delimitato da due grandi direttrici costituite dal *quando* e dal *quantum* del disinvestimento, cioè dai presupposti al ricorrere dei quali il *diritto* al disinvestimento può essere esercitato e dai meccanismi di quantificazione del corrispettivo che risulta dovuto di conseguenza.

Con riguardo al primo profilo, i presupposti tipici di recesso previsti dal legislatore tanto con riferimento alla società per azioni che con riferimento alla società a responsabilità limitata, sono in larga parte riconducibili a ipotesi in cui vengono a mutare le caratteristiche intrinseche dell'investimento o il rischio a cui esso è sottoposto⁶⁸. In particolare, da un punto di vista teleologico, la casistica proposta dal legislatore ha lo scopo di tutelare la i soci che si ritrovino a dover subire decisioni non condivise assunte dalla maggioranza consentendo ai primi di sciogliersi dal vincolo sociale.

Tale forma di tutela è rivolta quindi alla generalità dei soci per l'ipotesi in cui uno o più di essi si vengano a trovare “in minoranza” rispetto a certe decisioni di particolare rilievo; al contrario non si ravvisano ipotesi tipiche di

⁶⁷ È interessante osservare come questa tendenza si traduca preferibilmente in meccanismi di disinvestimento che, per lo meno in prima istanza, addossano l'onere della liquidazione in capo ai soci e non in capo alla società al fine di preservare l'integrità del patrimonio sociale e la conservazione dell'ente. A tal proposito, si è già avuto modo di rilevare come tutela del disinvestimento e conservazione dell'integrità del capitale sociale siano due esigenze destinate a entrare in conflitto e come, pertanto, si renda necessario procedere a un loro bilanciamento. Tuttavia se, con riferimento all'istituto del recesso, tale bilanciamento è stato preventivamente stabilito dal legislatore (accordando una preferenza al diritto di alla liquidazione del socio) resta da verificare se il medesimo principio possa applicarsi *de plano* anche alle azioni redimibili o se, in virtù della loro differente natura, si renda necessaria una sua rivisitazione (cfr., sul punto quanto detto *infra* al Paragrafo 2.6; sul rapporto tra diritto al disinvestimento e tutela del capitale sociale FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit. 91 nota 261).

⁶⁸ Il riferimento è qui, evidentemente al nucleo centrale della disciplina del recesso, di cui agli artt. 2437, 2473 e 2497-*quater* c.c.

recesso che tutelino direttamente gli interessi di una minoranza per così dire “stabile e preordinata”, quale quella dal socio investitore⁶⁹, al ricorrere di circostanze suscettibili di avere un impatto sui suoi obiettivi di investimento o sulla dinamica del rapporto con il socio imprenditore⁷⁰, quali, a titolo esemplificativo, il conseguimento di determinati traguardi di ordine economico o temporale o il mancato rispetto del programma di investimento precedentemente concordato con il socio di maggioranza e alla base della decisione di *investimento*⁷¹.

Questa esigenza, in quanto propria di una precisa parte della compagine azionaria individuabile *ex ante* fin dal momento in cui sorge il vincolo sociale, può essere però soddisfatta facendo ricorso alle tutele offerte dal diritto azionario e, in particolare, attraverso l’emissione di una categoria di azioni da assegnarsi “alla minoranza stabile”, che incorpori tale *diritto* al disinvestimento⁷². In questo spazio normativo, si collocano appunto le azioni

⁶⁹ La teorizzazione della figura del socio investitore (o finanziatore), animato da interessi principalmente finanziari ovvero di remunerazione del proprio conferimento nel breve-medio termine, e socio-imprenditore, interessato all’attività sociale in quanto tale e alla sua redditività nel medio-lungo termine, ha radici antiche anche nella nostra dottrina; cfr. ROSSI G., *Utile di bilancio, riserve e dividendo*, Milano, 1957, 26 ss.; ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 3 ss.

⁷⁰ Un diritto di tal guisa è stato invece teorizzato dalla dottrina statunitense con il ricorso al criterio della *defeat of reasonable expectations* (su cui v. MOLL, *Shareholder Oppression & Reasonable Expectations: of Change, Gifts and Inheritances in Close Corporation Disputes*, in *Minnesota Law Review*, 2002, 86, 717 ss.); simili considerazioni sono state sviluppate anche dalla dottrina anglosassone riconducendo il comportamento del socio di maggioranza a una violazione degli *implied terms*

⁷¹ Non vi è dubbio, infatti, circa il fatto che l’acquisto di una partecipazione vada letta anche, se non principalmente, come *atto di investimento*. In questo senso militano una serie di considerazioni di ordine sistematico tra cui, prima fra tutte, l’accresciuto spazio riconosciuto all’autonomia privata al fine di consentire agli *stakeholder* di impresa di sottoscrivere strumenti partecipativi (siano essi azioni, obbligazioni o altri strumenti finanziari) che meglio rispondono alle loro esigenze e obiettivi di rendimento (cfr., *ex multis*, FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 129 ss. e TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, cit. 1097).

⁷² In alternativa, per le società che non fanno ricorso al mercato dei capitali, è possibile immaginare la predisposizione di clausole di recesso convenzionali che rispondano alle esigenze proprie della minoranza qualificata. Sulle differenze tra questo istituto e quello delle azioni riscattabili, in termini di disciplina applicabile, si veda tuttavia quanto detto al successivo Paragrafo 2.6.

redimibili⁷³ che, lo si anticipa⁷⁴, si configurano come categorie di azioni “atipiche” ai sensi dell’art. 2348 comma secondo c.c. pur presentando, per le caratteristiche che si andranno ad illustrare, una certa prossimità tipologica con l’istituto del recesso che ne influenza in qualche misura la disciplina e ne palesa la natura “ibrida”.

Sotto un profilo funzionale le azioni redimibili costituiscono indubbiamente un ulteriore presidio a tutela di quell’*interesse* o, in questo caso, diritto al disinvestimento⁷⁵ che, introducendo forme di tutela differenziate per un certo tipo di provvista, contribuiscono a meglio realizzare il progetto del legislatore del 2003 teso, appunto, all’ampliamento delle fonti di finanziamento d’impresa⁷⁶.

In particolare, la funzione di finanziamento di questa tipologia di titoli è testimoniata non solo dal fatto che le sue caratteristiche salienti riguardano essenzialmente la sfera dei diritti patrimoniali ma, soprattutto, dal fatto che il

⁷³ Tale affermazione trova conferma anche in altri ordinamenti, si veda, con riferimento all’ordinamento britannico, FERRAN, *Principles of Corporate Financial Law*, New York, 2008, 156.

⁷⁴ L’argomento verrà sviluppato ne dettaglio *infra* nel Capitolo II.

⁷⁵ Il recesso e le azioni redimibili non esauriscono il novero degli strumenti offerti dall’ordinamento a tutela dell’“interesse al disinvestimento” che comprendono altresì, per le società quotate, la disciplina sull’offerta pubblica di acquisto obbligatoria e la disciplina dell’obbligo di acquisto di cui agli artt. 106 e 108 del TUF. Non è superfluo tuttavia rilevare come recesso e azioni redimibili operino su un piano funzionalmente diverso rispetto agli istituti del TUF sopra citati. Infatti, mentre i primi incidono sul diritto di partecipazione del socio e, quindi, operano in senso verticale, le seconde stabiliscono obblighi unicamente in senso orizzontale (*i.e.*, tra azionisti della medesima società) allo scopo di garantire parità di trattamento tra gli investitori (cfr. sul punto, ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2007, 191 e FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit. 169 nota 173). Meritano menzione, inoltre, anche le ipotesi di riscatto obbligatorio previste dal legislatore agli artt. 2355-*bis*, 2505-*bis* e 2506-*ter* c.c. su cui si avrà modo di ritornare nel corso della trattazione (cfr. successivo Paragrafo 2.4).

⁷⁶ Si coglie qui il senso delle parole di SPADA, *C’era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, I, 5 ss. secondo cui «gli enti adeguati ai codici organizzativi che chiamiamo società di capitali sono dotati di un ricco regime di provvista del capitale proprio (o dell’investimento) e del capitale di credito (o dell’indebitamento)». Merita in proposito ricordare anche quanto scritto da VIETTI, *sub* art. 2437-2437 *sexies*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di Lo Cascio, Milano, 2003, 425 secondo cui «la garanzia per il socio della possibilità di disinvestire, al ricorrere di situazioni che giustifichino uno scarso affidamento sull’indirizzo futuro dell’attività sociale, infatti, si traduce in una garanzia per il reperimento dei soggetti disposti ad investire: aumenta certamente la propensione all’investimento quando si è certi di poter disinvestire, in termini sufficientemente proficui, nel caso in cui lo si ritenga necessario».

valore economico in essi immobilizzato assume *ab origine* un orizzonte temporale più ridotto rispetto alla durata della società di talché può dirsi che la valutazione e il perfezionamento dell'*investimento* avviene prevalentemente in forza del *diritto al disinvestimento* incorporato nelle azioni che, a sua volta, ne accentua la dimensione creditizia. Da quest'ultima prospettiva, quindi, possono apprezzarsi le peculiarità delle azioni redimibili rispetto ad altre categorie di azioni che pure privilegiano il profilo dei diritti patrimoniali rispetto a quelli amministrativi (quali, per limitarsi alle categorie "tipiche", le azioni di risparmio o le azioni privilegiate). Dall'angolo visuale della società emittente, invece, la funzione di finanziamento si coglie con particolare evidenza nell'ipotesi in cui la stessa sia chiamata, in tutto o in parte, a sopportare l'onere del *riscatto* venendosi così a trovare in una posizione per certi versi accostabile all'obbligo di rimborso dei titoli obbligazionari⁷⁷.

Fermo quanto precede, è tuttavia opportuno sottolineare fin d'ora come la valorizzazione dell'*interesse al disinvestimento* sia foriera di conseguenze non solo sul piano patrimoniale – in quanto idonea ad incidere, a seconda delle circostanze, sulle risorse dei soci o della società – ma anche sul piano amministrativo e della *governance*; infatti, la possibilità per talune minoranze di esercitare diritti di *exit* potrebbe incrementare il loro peso in seno alla compagine societaria e contribuire a condizionare le scelte degli altri soci⁷⁸.

⁷⁷ Come si avrà modo di chiarire nel corso del presente lavoro, permangono, tuttavia rilevanti e incolmabili differenze tra le due tipologie di strumenti che impediscono di procedere ad un'assimilazione, anche solo parziale, delle azioni redimibili con le obbligazioni tradizionalmente intese (in proposito si vedano, a titolo esemplificativo, le considerazioni svolte al successivo Paragrafo 2.5 con riguardo alla differenza fra *obbligo di riscatto* e *obbligo di rimborso*).

⁷⁸ Emerge qui la contrapposizione tra diritti di *exit* e diritti c.d. di *voice* che rappresenta un tratto qualificante della dialettica tra soci di maggioranza e soci di minoranza. Per un inquadramento del tema, che affonda le proprie radici nella letteratura americana, si veda HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to the Decline in Firms, States, and Organizations*, Harvard, 1970. Giova peraltro sottolineare che la presenza di significativi diritti *exit* concessi al socio di minoranza può condizionare i comportamenti del socio di controllo, operando come deterrente, anche nel caso di mancato esercizio da parte del soggetto che ne è titolare. Tale spunto trova conferma anche nella prassi del diritto americano, certamente più maturo sotto questo profilo rispetto al nostro ordinamento, in cui i diritti di *exit* di carattere negoziale, pur se concessi con una discreta frequenza, vengono

Tale caratteristica, come si avrà modo di vedere a breve, assume particolare rilievo anche nel contesto delle azioni redimibili.

1.3. Possibili impieghi e utilità delle azioni redimibili

Dopo aver inquadrato le azioni redimibili nel contesto della riforma delle società di capitali, pare opportuno, prima di procedere a una ricostruzione del sistema normativo cui esse sono soggette dar conto di alcuni dei principali ambiti nei quali le stesse trovano applicazione.

Da quanto detto finora, è emerso con chiarezza che le azioni redimibili – pur conservando natura azionaria e, quindi, partecipativa del rischio di impresa⁷⁹ – operano con prevalente funzione di finanziamento e, pertanto, si prestano ad essere utilizzate in tutte quelle circostanze in cui l'investitore intende apportare risorse alla società avvalendosi delle prerogative riconducibili allo *status* di socio ma garantendosi al contempo solidi diritti di *exit* esercitabili al ricorrere di presupposti definiti e con tempistiche certe.

Lo strumento si presta quindi, come visto, a valorizzare gli interessi del socio finanziatore in contrapposizione a quelli del socio imprenditore e a contenere i rischi tipici che afferiscono a questa tipologia di investimento. Ci si riferisce, in particolare, al conflitto strutturale che contraddistingue la posizione del socio finanziatore in opposizione a quella del socio imprenditore e che affonda le sue radici nelle differenti finalità e orizzonti temporali dei rispettivi investimenti⁸⁰. Le ragioni di tale conflitto sono state scomposte e analizzate dalla dottrina che se ne è occupata⁸¹ in tre macro-classi costituite da

utilizzati con una certa parsimonia (si veda, su punto, ZANONI, *Venture Capital e diritto azionario*, Padova, 2010, 60 ss.).

⁷⁹ Come si avrà modo di chiarire in seguito (cfr. *infra* ai Paragrafo 2.5 e 3.6) la circostanza che le azioni prevedano un obbligo di riscatto a carico della società o degli altri soci non fa venire meno la loro natura partecipativa azionaria.

⁸⁰ Cfr. quanto detto alla precedente nota 69.

⁸¹ Vi è una vasta letteratura economica e giuridica sul tema, elaborata con riferimento alle operazioni di *venture capital*, cfr., in ambito statunitense, GORDON SMITH, *The exit structure of venture capital*, in *UCLA Law Rev.*, 53, 2005, 315 ss.; nel nostro ordinamento CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalla società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, 54, luglio 2001, 19 ss.; SZEGO, *Finanziare l'innovazione: il Venture Capital dopo la riforma del diritto*

incertezza sull'orizzonte dell'investimento, asimmetrie informative e costi di agenzia.

L'incertezza è principalmente dovuta al fatto che il socio finanziatore non può disporre di stime attendibili sulle prospettive economiche della società in cui investe e ciò perché, nella maggior parte dei casi, si tratta di società di recente costituzione, con *business* innovativi e molto legati alla figura e alle capacità del socio imprenditore⁸². Di conseguenza, non è neppure possibile programmare con certezza il momento in cui la partecipazione sarà "matura" per il disinvestimento mediante trattativa privata o quotazione sui mercati.

Quanto alle asimmetrie informative⁸³ e ai costi di agenzia⁸⁴, esse sono evidentemente dovute alle differenti informazioni cui il socio finanziatore e il socio imprenditore hanno accesso e al conseguente rischio di comportamenti opportunistici da parte di quest'ultimo.

In questa sede, senza entrare nelle specificità proprie delle singole situazioni negoziali, ci si limita a rilevare come l'emissione di azioni redimibili, in quanto strumento di *exit*, possa incidere in modo diretto sulla riduzione delle incertezze circa i "tempi di maturazione" dell'investimento⁸⁵ e, indirettamente,

societario, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 821 ss. e ZANONI, *Venture Capital e diritto azionario*, cit., 43 e ss.

⁸² Ciò spiega anche perché, in questo genere di operazioni, l'investimento venga fatto quasi più sulla credibilità e affidabilità del socio imprenditore piuttosto che sull'attività da questi intrapresa, cfr. LEVIN, *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*, Aspen Publishers, 2004, par. 103.

⁸³ Si noti che l'asimmetria informativa generalmente sussiste non solo nel momento precedente all'investimento ma anche, seppur in misura minore, successivamente all'entrata del socio finanziatore nel capitale della società (anche nel caso in cui quest'ultimo benefici di diritti di nomina in seno all'organo amministrativo). Tale circostanza è dovuta in parte allo scarso interesse del socio finanziatore alla comprensione del *core business* della società e, allo stesso tempo, alla scarsa propensione del socio imprenditore alla condivisione del proprio *know-how* individuale. Cfr. ZANONI, *Venture Capital e diritto azionario*, cit., 45.

⁸⁴ Nella letteratura economica, per "costi di agenzia" si intendono quelle inefficienze economiche che si generano nei rapporti tra mandante e mandatario in virtù del fatto che il primo non può avere un pieno controllo sull'operato del secondo. Tale modello (su cui v. EASTERBROOK – FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991) ben si presta, pertanto, ad essere applicato al rapporto socio di minoranza/socio di maggioranza (specie nel caso in cui quest'ultimo ricopra altresì ruoli amministrativi nella società).

⁸⁵ A questo riguardo, si è tuttavia rilevato come la circostanza che il disinvestimento venga posto a carico della società o del socio non è privo di conseguenze sotto il profilo economico e degli incentivi. Infatti, un obbligo di acquisto posto in carico alla società potrebbe rilevarsi

sul fronte delle asimmetrie informative e dei costi di agenzia, offrendo un deterrente, rappresentato dalla possibilità per l'investitore di uscire dall'investimento, utile a limitare il rischio di comportamenti opportunistici da parte del socio imprenditore. L'efficacia di questi rimedi, peraltro, potrà essere ulteriormente incrementata combinando il diritto al riscatto con altri diritti di carattere informativo aventi fonte contrattuale o con la possibilità di nominare in via diretta componenti di propria fiducia in seno agli organi amministrativi della società⁸⁶.

Tuttavia, le azioni redimibili – in ragione della loro particolare complessità e dei rilevanti costi di transazione impliciti nel loro utilizzo⁸⁷ – costituiscono un'opzione concretamente percorribile solo in presenza di investimenti economicamente significativi, eseguiti secondo *standard* di tipo professionale. Così, prendendo spunto dall'esperienza di altri ordinamenti⁸⁸, tali azioni si prestano ad essere utilizzate soprattutto in operazioni di *private equity o venture capital*⁸⁹ al fine di assicurare, anche in presenza di società "chiuse"⁹⁰, un efficace controllo sul meccanismo di disinvestimento⁹¹.

particolarmente oneroso per la stessa e scoraggiare l'ingresso di nuovi investitori, propensi a ritenere che le risorse da loro conferite vengano utilizzate più per la liquidazione del socio uscente che per sostenere la crescita delle società, cfr. GORDON SMITH, *The exit structure of venture capital*, 349 ss.

⁸⁶ Cfr. sul punto anche quanto detto alla successiva nota 92.

⁸⁷ I costi transattivi relativi all'emissione di azioni redimibili sono infatti piuttosto elevati e difficilmente comprimibili stante l'assenza, per lo meno nel nostro ordinamento, di pratiche di mercato consolidate riferibili alla loro emissione. D'altro canto, occorre riconoscere che l'utilizzo del tipo societario azionario avviene generalmente solo in presenza di investimenti di una certa consistenza preferendosi per, iniziative economiche meno impegnative, optare per il più agile modello della società a responsabilità limitata.

⁸⁸ Ci si riferisce, in particolare, all'ordinamento statunitense, in cui l'impiego di azioni redimibili è certamente giunto a uno stadio di diffusione più avanzata rispetto al nostro sistema, per una compiuta analisi delle differenze e analogie tra i due ordinamenti sotto questo profilo cfr. ZANONI, *Venture capital e diritto azionario*, cit.

⁸⁹ Per un inquadramento dei fenomeni di *private equity e venture capital* si veda GERVASONI – SATTIN, *Private Equity e Venture Capital*, Milano, 2008, 13 ss.

⁹⁰ Tali società rappresentano peraltro il *target* tipico degli operatori di *venture capital* che ricercano investimenti in società ad alto potenziale ma ancora in via di sviluppo al fine di poter far crescere in tempi relativamente contenuti il valore del proprio investimento per poi monetizzarlo attraverso la vendita privata o la successiva quotazione su mercati regolamentati.

⁹¹ Corre l'obbligo tuttavia di segnalare come, nella prassi dell'ordinamento statunitense, l'emissione di azioni redimibili (*redeemable shares*) con questa finalità si alterni o sia

In tale prospettiva, al fine di rendere ancora più appetibile l'investimento, la caratteristica della redimibilità può essere combinata con altri diritti e prerogative tipicamente molto graditi al socio investitore, quali privilegi di natura patrimoniale o diritti di nomina diretta di uno o più componenti degli organi amministrativi o di controllo. L'ampio spazio concesso all'autonomia statutaria rende altresì possibili combinazioni ancor più complesse tra i vari elementi come, ad esempio, la possibilità di prevedere che i soci chiamati al riscatto abbiano la facoltà, in alternativa all'obbligo di acquisto dei titoli, di concedere al socio finanziatore ulteriori diritti di nomina in seno agli organi amministrativi o di controllo della società diminuendo, per questa via, la loro capacità di influenzare le scelte gestorie della società⁹². Questa combinazione complessa di diritti consente al socio finanziatore di uscire da quella condizione meramente passiva che lo vede protagonista solo come fornitore di capitale di rischio e di beneficiare di un ruolo attivo, ancorché concorrente e subordinato, con riguardo alla gestione e all'orientamento

combinata a quella di azioni privilegiate, convertibili in azioni ordinarie al verificarsi di determinate circostanze (*convertible preferred stocks*). Altri rimedi solitamente utilizzati in queste circostanze sono il c.d. *stage financing*, ovvero il finanziamento in diverse e distinte fasi della vita d'impresa al fine di monitorarne lo sviluppo e accrescere l'ammontare dell'investimento solo al raggiungimento di certi di obiettivi concordati; l'assunzione da parte del socio investitore, per via contrattuale, di particolari impegni (*protective provisions* o *negative covenants*) volti ad assicurare un maggior controllo sul suo operato da parte del socio finanziatore e consentire una maggior condivisione delle informazioni nonché, da ultimo, la concessione al socio investitore di diritti di nomina nell'organo amministrativo della società (cfr. per una disamina completa, anche in rapporto all'ordinamento italiano, ZANONI, *Venture capital e diritto azionario*, 24 ss.; per una critica al meccanismo dello *stage financing*, foriero di potenziali distorsioni nel rapporto tra socio imprenditore e socio finanziatore, MC CAHERY – VERMEULEN, *Corporate Governance and Innovation (Venture Capital, Joint Ventures, and Family Businesses)*, ECGI – Working Paper n. 65/2006, 44 ss.

⁹² Questa possibilità ha altresì il merito di ovviare a un limite co-essenziale all'utilizzo di azioni redimibili nel contesto di operazioni di *venture capital* dovuto al fatto che la società che formano oggetto di questo tipo di investimenti difficilmente godono di una solidità finanziaria che consente loro di farsi carico dei costi del riscatto; su un diverso piano, anche i soci imprenditori potrebbero preferire, in circostanze particolari - quali ad esempio quelle di particolare tensione finanziaria - lasciare il controllo della società ad operatori professionali anziché doversi far carico dei costi di smobilizzo della partecipazione. Per una ricognizione della prassi contrattuale in uso nelle operazioni di *venture capital* in ambito statunitense e internazionale anche in situazioni di questo tipo si vedano CUMMING – JOHAN, *Venture Capital and Private Equity Contracting. An International Perspective*, Elsevier Academic Press, 2009.

dell'attività di impresa⁹³. Il tutto, è bene ricordarlo, beneficiando di una tutela statutaria che, oltre al beneficio dell'efficacia reale e dell'opponibilità *erga omnes* del vincolo, consente di sottrarsi ai rigidi limiti temporali imposti dalla disciplina dei patti parasociali di cui all'art. 2341-*bis* c.c. e di beneficiare, in questo modo, di un quadro di regole certe e stabili per il proprio investimento. Inoltre, su un piano più generale, è possibile immaginare un utilizzo delle azioni redimibili in tutte quelle circostanze in cui un soggetto sia interessato a divenire socio di una società ma voglia limitare, anche solo per un periodo temporale circoscritto, il rischio connesso all'investimento. Così, ad esempio, si è fatto ricorso alle azioni redimibili in una complessa operazione volta, in ultima istanza, all'integrazione di due distinte società al fine di limitare il rischio d'impresa assunto dal socio entrante. In particolare, in tale occasione, si è previsto che il socio entrante – che, nell'ambito dell'integrazione, in parte conferiva e in parte alienava la propria partecipazione a favore della società *target* – ricevesse in cambio azioni redimibili della *target* con diritto ad ottenerne il riscatto nel caso in cui il corso azionario della *target*, società quotata, fosse, ad una certa data, sceso al di sotto di una soglia stabilita⁹⁴. Ancora, sempre nella prospettiva della limitazione del rischio assunto dal socio investitore, sono state emesse azioni redimibili (con obbligo di riscatto a carico dell'emittente) il cui riacquisto era attivabile nel caso di mancato

⁹³ In questo senso, non si è mancato di rilevare come la partecipazione di operatori professionali contribuisca attivamente (non solo tramite l'apporto di risorse finanziarie) alla crescita d'impresa, cfr. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: the American Experience*; in *Stanford Law Review*, 2003, 1067 ss.; HOCHBERG, *Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm*, SSRN Working Paper 2004, reperibile al sito < http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=474542 >.

⁹⁴ Il riferimento qui è all'operazione che ha visto coinvolta, in qualità di società *target*, la società quotata spagnola Campofrio Alimentacion SA. La società conferita era invece Grupo Navidul S.A. mentre il socio entrante era HST Holding BV. Nel contesto dell'operazione era previsto altresì (i) che in caso di mancato esercizio del riscatto alla data stabilita le azioni si sarebbero convertite automaticamente in azioni ordinarie e (ii) l'impegno del socio entrante a non trasferire le azioni a terzi per tutto il tempo in cui le stesse potevano formare oggetto di riscatto su richiesta del titolare. L'intera operazione è stata oggetto di approfondita analisi e commento da parte di YANES YANES, *Acotaciones sobre la funcion economica típica y otras utilidades de las acciones rescatables*, in *Annales de la Facultad de Derecho*, 2002, 304 ss.

rispetto di taluni coefficienti patrimoniali che, in via indiretta, tutelavano l'investitore con riguardo alla redditività del proprio investimento⁹⁵.

Ancora, sotto un profilo più strettamente finanziario, le azioni redimibili sono state utilizzate in più di un'occasione come strumento per finanziare piani di *stock option* offerti ai dipendenti dell'emittente⁹⁶. In questi casi, il piano di *stock option* è stato coperto mediante l'emissione di azioni redimibili (con obbligo di riacquisto a carico della società) sottoscritte da un istituto finanziario il quale a sua volta era contrattualmente obbligato a non trasferirle a terzi e a non costituire vincoli sulle stesse per tutto il tempo in cui ne fosse stato proprietario. In base agli accordi assunti, a seguito della maturazione dell'esercizio dei diritti di *stock option* da parte dei dipendenti, l'istituto finanziario si obbligava a rinunciare al diritto di riscatto – circostanza che comportava la conversione automatica delle azioni redimibili in azioni ordinarie⁹⁷ – e a trasferire le azioni ai dipendenti che ne avessero fatto richiesta come da istruzioni comunicate dalla società emittente. In questi casi, l'emissione aveva dunque finalità spiccatamente finanziarie, non vi era cioè alcun interesse da parte del sottoscrittore di azioni redimibili nei confronti dell'attività d'impresa⁹⁸, e la redimibilità dei titoli operava, dal punto di vista finanziario, come “garanzia” alla restituzione delle risorse conferite in società⁹⁹.

Alla luce di quanto precede, pare quindi di poter concludere che le azioni redimibili siano strumento particolarmente flessibile e potenzialmente

⁹⁵ Il riferimento è all'emissione di diritto statunitense effettuata dall'*American Savings Bank* per cui v. FINNERTY, *Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview Financial Management*, Vol. 17, No. 4, 1998, 14 ss.; GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 174, nota 47

⁹⁶ Ci si riferisce alle emissioni di diritto spagnolo effettuate da Indra Sistemas S.A. e Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A., rispettivamente, nel 2000 e nel 2001 su cui YANES YANES, *Acotaciones sobre la funcion economica típica y otras utilidades de las acciones rescatables*, cit., 307 ss.

⁹⁷ La conversione automatica in azioni ordinarie era chiaramente funzionale al trasferimento delle azioni ai dipendenti, nei cui confronti la società non voleva rimanere esposta all'obbligo di riscatto.

⁹⁸ Infatti, nei casi di specie, gli accordi tra società e istituti finanziari prevedevano l'impegno di questo ultimo a non esercitare alcun diritto amministrativo relativo alle azioni redimibili.

⁹⁹ Circostanza confermata dal fatto che gli accordi tra società e istituti finanziari prevedevano il deposito in un conto corrente vincolato degli importi necessari per il riacquisto delle azioni redimibili.

utilizzabile in una gamma diversificata di situazioni necessitando tuttavia di un duplice ordine di accortezze.

In primo luogo, infatti, attesa la natura “atipica” dello strumento e l’assenza di una chiara e definita cornice normativa di supporto, è necessaria una particolare cautela nella regolamentazione, sul piano societario e contrattuale¹⁰⁰, dei diritti e degli obblighi che insorgono tra l’emittente, il prenditore e gli altri soci, e ciò al fine di evitare che eventuali lacune nella disciplina applicabile diano luogo a comportamenti opportunistici da parte di taluni dei soggetti coinvolti o suggeriscano l’applicazione di istituti che, seppur prossimi allo strumento in esame, perseguono finalità non del tutto coincidenti¹⁰¹. In secondo luogo, non si può mancare di rilevare come l’autonomia negoziale che gli operatori sono chiamati a esercitare debba necessariamente misurarsi con i limiti inderogabili che l’ordinamento pone con riferimento alla ripartizione dei rischi fra società emittente, portatori di azioni redimibili e altri soci tra cui, primo fra tutti, il divieto di patto leonino.

Al fine di poter meglio rispondere a queste esigenze, nel capitolo che segue si tenterà, in primo luogo, di inquadrare correttamente lo strumento nel suo contesto normativo di riferimento, ripercorrendone brevemente la genesi e mettendone a fuoco il grado di prossimità con (e distanza da) gli istituti “tipici” maggiormente utili ai fini di una sua comprensione. In seguito, nell’ultimo capitolo, si passeranno in rassegna, con approccio analitico, i principali elementi legati all’emissione e al funzionamento delle azioni redimibili che devono formare oggetto di regolamentazione e per i quali occorre verificare il rispetto dei limiti cui sopra si è fatto cenno¹⁰².

¹⁰⁰ Si è visto, infatti, come il corretto perseguimento delle finalità legate all’emissione di azioni redimibili necessiti molto spesso di previsioni di fonte parasociale, ovvero con efficacia *inter partes* tra soci o tra prenditore di azioni redimibili e società, che integrano e completano la sistemazione di interessi che ottenibile per via statutaria.

¹⁰¹ È il caso, ad esempio, dell’istituto del recesso la cui disciplina, come si avrà modo di vedere (cfr *infra* Paragrafo 2.6) è suscettibile, in determinate circostanze, di entrare in conflitto con la *ratio* sottesa all’emissione di azioni redimibili.

¹⁰² Per completezza, si precisa che la presente trattazione si occuperà principalmente dell’emissione di azioni redimibili da parte di società di diritto comune e non affronterà le specifiche questioni connesse all’emissione di tali strumenti o, più in generale, di strumenti ibridi da parte di società regolamentate, che pure hanno un ruolo propulsivo nell’evoluzione normativa in *subiecta materia* (cfr. GIANNELLI A., *Le obbligazioni ibride*, cit., 17 ss.).

2. Le azioni redimibili nell'ordinamento italiano

2.1. Premessa: la genesi delle azioni redimibili nell'ordinamento statunitense e anglossasone. Cenni all'esperienza di altri ordinamenti stranieri

Le prime esperienze e riflessioni in ordine alla configurabilità del riscatto azionario si rinvennero nell'ordinamento statunitense e sono riconducibili ad ipotesi in cui il potere di riscatto era attribuito non già al socio ma alla società. Precisamente, negli ultimi anni del XIX secolo, sulla scia dell'analogo prassi già invalsa con riferimento ai titoli di debito¹⁰³, si registrano le prime emissioni di azioni privilegiate riscattabili a discrezione della società (c.d. *callable stocks*). In tale contesto, il riscatto azionario era dunque previsto come strumento di protezione degli interessi della società la quale, in una prima fase, raccoglieva capitale presso gli investitori attraendoli mediante la concessione di speciali privilegi patrimoniali e, in seguito, quando le mutate condizioni di mercato o l'accresciuta solidità finanziaria lo consentivano, riacquistava tali azioni dai rispettivi per orientarsi verso altre forme di finanziamento.

Pochi decenni dopo, a partire dagli anni '30 del XX secolo, tale esperienza iniziò ad essere gradualmente affiancata dall'emissione di c.d. *puttable stock*, antesignane delle odierne azioni redimibili¹⁰⁴, che riconoscevano al titolare il diritto di ottenere dalla società emittente il riacquisto dei titoli al verificarsi di determinati presupposti o a seguito di apposita dichiarazione di volontà in tal senso del relativo titolare¹⁰⁵. Tale novità generò ben presto un acceso

¹⁰³ Si erano già infatti registrate, all'epoca, emissioni di *bond* riscattabili a cura della società emittente, cfr. JONES, *Redemable corporate securities*, in *Southern California Law Review*, 1931, 2, 83 con riferimento all'emissione effettuata dalla società ferroviaria Erie Railway Company.

¹⁰⁴ Per un'analisi della dottrina coeva si veda MERRICK DODD, *Purchase and redemption by a corporation of its own shares: the substantive law*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 89, 1941, 697 ss.

¹⁰⁵ Giova rilevare che, in tale contesto, le azioni redimibili non operavano in una prospettiva squisitamente finanziaria ma costituivano altresì strumento di tutela delle minoranze a fronte di decisioni non condivise assunte dalla maggioranza, suscettibili di avere un impatto rilevante sulla vita sociale, per le quali l'ordinamento vigente non contemplava il diritto di recesso (es. modifica dell'oggetto sociale o di altri diritti sociali, fusione, scissione, etc.). L'emissione di azioni redimibili suppliva, quindi, alla carenza casistica del recesso

dibattito tanto in dottrina quanto in giurisprudenza nel quale, a ben vedere, è possibile rinvenire buona parte degli argomenti e delle perplessità che hanno caratterizzato (e in parte ancora qualificano) la discussione in ordine all'ammissibilità delle azioni redimibili nel nostro ordinamento¹⁰⁶. Infatti, ad una prima presa di posizione secondo cui l'inserimento in statuto del diritto al riscatto era sufficiente ad assicurarne l'esercizio da parte del socio anche in pregiudizio degli interessi dei creditori e della stessa società¹⁰⁷, si contrapposero ben presto i rilievi di chi osservava come l'esercizio indiscriminato di tale facoltà avrebbe portato ad una sostanziale parificazione della posizione del titolare di azioni redimibili con quella dei creditori¹⁰⁸ che, in situazioni di tensione finanziaria, rischiava di indebolire ulteriormente la società proprio nel momento in cui era maggiormente bisognosa di capitali, incrementando così le possibilità di dissesto. Tale posizione trovò supporto

confermando così, ancora una volta, la vicinanza e la parziale area di sovrapposizione tra i due istituti. Tale tendenza è comune anche ad altri ordinamenti di *common law*, primo fra tutti l'ordinamento britannico, per i quali l'insorgere del diritto di recesso non è direttamente collegato a modifiche rilevanti del contratto sociale, cfr. sul punto DAVIES, *Introduction to company law*, Oxford, 2002, 228 ss.; BOYLE, *Minority Shareholders' Remedies*, Cambridge, 2002, 105 ss.; HOLLINGTON, *Shareholders' Rights*, Londra, 2004, 241 ss.

¹⁰⁶ Minori resistenze, invece, furono opposte con riguardo alla diffusione delle azioni riscattabili ad opzione della società in quanto il loro utilizzo, essendo rimesso in ultima istanza alla volontà della stessa società, non si poneva in diretto contrasto con l'integrità del patrimonio sociale. Inoltre, gli impieghi cui fin da subito furono destinate le azioni riscattabili (azionariato dei dipendenti, continuazione dell'impresa con gli eredi, controllo diretto sulle fonti di finanziamento) furono da subito molto apprezzati dagli operatori. Cfr. BETTS, *Stock redemption and purchase agreements*, in *Tennessee Law Review*, 1953 – 1955, 990 ss. Di contro, con riferimento a questa fattispecie, le principali perplessità ed esigenze di tutela furono sollevate con riferimento alla posizione del socio riscattato e alla condizione di mero *pati* in cui questi versava. Le azioni riscattabili (*callable* o *redeemable shares*) ebbero peraltro grande fortuna negli Stati Uniti fino circa alla metà degli anni '60 quando vennero gradualmente sostituite da strumenti più complessi quali le *convertible preferred stocks* o, in tempi più recenti, le *convertible exchangeable preferred stocks*, cfr. SOLDOSKY, *Convertible Preferred Stock: renewed life in an old form*, in *Business Law*, 1969, 1385 ss. e, nel panorama italiano, DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli*, Milano, 2012, 7 ss. e ID, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, cit. 20 ss.

¹⁰⁷ Si veda sul punto la ricostruzione di JONES, *Redeemable corporate securities*, cit., 85 ss.

¹⁰⁸ Tale osservazione traeva argomenti anche dalla tendenza ad inserire previsioni statutarie che obbligavano la società all'accantonamento di fondi da destinare al riscatto o a garantire un rendimento minimo all'azionista, cfr., ancora, JONES, *Redeemable corporate securities*, cit., 92 ss. ove ulteriori riferimenti.

soprattutto in giurisprudenza¹⁰⁹ e contribuì a consolidare il principio secondo cui il “diritto al disinvestimento” del titolare di azioni redimibili non poteva essere esercitato in pregiudizio dell’equilibrio patrimoniale e finanziario della società e, quindi, in danno dei creditori sociali¹¹⁰. Su un diverso piano, con riferimento ai rapporti tra soci titolari di azioni redimibili, venne affermata fin da subito la necessità di rispettare il principio di parità di trattamento e, pertanto, il divieto di riscattare in via preferenziale le azioni di un socio a discapito di quelle di altri che si fossero trovati nelle medesime condizioni e ne avessero parimenti fatto richiesta¹¹¹. Nel dibattito dell’epoca, tuttavia, tanto nella disciplina delle azioni redimibili quanto in quella delle azioni riscattabili, i rapporti di potestà/soggezione relativi all’esercizio del diritto di riscatto rimangono confinati all’asse socio (titolare di azioni redimibili) / società emittente restando invece inesplorata la possibilità di emettere azioni redimibili (o riscattabili) nei soli rapporti tra soci o tra soci e terzi.

Una situazione analoga è riscontrabile nell’ordinamento britannico dove le *redeemable shares* furono introdotte nel 1929 dal *Companies Act* solo come azioni riscattabili da parte della società¹¹². La possibilità di emettere azioni redimibili venne invece espressamente riconosciuta solo con il *Companies Act* del 1981 prevedendo la possibilità di emettere azioni di qualsiasi classe

¹⁰⁹ Cfr. MERRICK DODD, *Purchase and redemption by a corporation of its own shares: the substantive law*, cit. 701 ss. Ove anche numerosi riferimenti giurisprudenziali.

¹¹⁰ Il principio, affermato in prima istanza in giurisprudenza, venne in seguito recepito anche dai legislatori di alcuni stati federali. Significativa, in tal senso, la previsione inserita nel 1968 nel *Corporation Act* dello Stato dell’Ontario secondo cui «*the purchase or redemption is prohibited where the company is insolvent or if the effect of the transaction would be to make it insolvent*», cfr. LEBLOVIC, *Stock purchase and redemption in Ontario*, in *Faculty Law Review*, 1968, 59 ss. citato da DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, 2013, 18 ss.

¹¹¹ Cfr. KAPLAN – YOUNG, *Corporate “Eminent Domain”: Stock Redemption and Reverse Stock Splits*, in *UMKC Law Review*, 1988 – 1989, 67 ss.

¹¹² Inoltre, era espressamente richiesto dalla legge che le azioni fossero contraddistinte dalla clausola di riscatto fin dal momento della loro emissione, escludendosi così la possibilità di conversione in azioni riscattabili di azioni originariamente emesse come ordinarie anche in presenza di un’apposita delibera dell’assemblea in tal senso (come sancito dalle stesse corti britanniche nel caso *Re St. James’ Court Estate Ltd.* del 1944). Questo approccio, particolarmente conservativo, era sintomatico delle preoccupazioni che circondavano l’utilizzo di azioni riscattabili (e redimibili) soprattutto in un’ottica di tutela dei creditori sociali (cfr. VITALI, *Classes of Shares and Shares Redemption in Italian and UK Company Law: the Peculiar Case of Redeemable Shares*, in *Electronic Journal of Comparative Law*, 2006, 22 ss.).

(anche non privilegiate) «*which are to be redeemed or liable to be redeemed whether at the option of the company or the shareholder*» e si trova oggi trasfusa nel *Companies Act* del 2006¹¹³. In quest'ultimo ambito normativo, le azioni riscattabili si presentano come una sintesi efficace tra le esperienze maturate nel contesto statunitense e le indicazioni formulate dal legislatore comunitario con la Direttiva 77/91/CEE (art. 39)¹¹⁴ dando origine a un istituto

¹¹³ In sede di trasfusione di questa disciplina nel *Companies Act* del 2006 (*Sections 684-689*) sono stati peraltro apportati alcuni correttivi volti a rendere più flessibile l'utilizzo delle azioni riscattabili. In particolare, con riferimento ai presupposti per il riscatto, si è prevista la possibilità che la loro determinazione sia delegata dallo statuto all'organo amministrativo della società che ne stabilisce la disciplina al momento dell'emissione delle azioni.

¹¹⁴ Come si avrà modo di chiarire a breve, tale norma racchiude le indicazioni del legislatore comunitario con riguardo alla possibilità di disciplinare nei singoli ordinamenti nazionali l'istituto delle azioni riscattabili. Essa, costituisce, pertanto un presupposto irrinunciabile per studiarne l'evoluzione normativa, soprattutto in ambito comunitario.

Si riporta di seguito, per semplicità di consultazione, il testo dell'art 39 della citata Direttiva:

«Qualora la legislazione di uno Stato membro autorizzi le società ad emettere delle azioni riscattabili, essa stabilisce per il riscatto di tali azioni almeno il rispetto delle condizioni seguenti:

- a) il riscatto deve essere autorizzato dallo statuto o l'atto costitutivo prima della sottoscrizione delle azioni riscattabili;
- b) queste azioni devono essere interamente liberate;
- c) le condizioni e le modalità del riscatto sono fissate dallo statuto o dall'atto costitutivo;
- d) il riscatto può essere effettuato soltanto con le somme distribuibili in conformità dell'articolo 15, paragrafo 1 o con i proventi di una nuova emissione effettuata per tale riscatto;
- e) un importo pari al valore nominale o, in mancanza di valore nominale, al valore contabile di tutte le azioni riscattate deve essere incorporato in una riserva che non può essere distribuita agli azionisti, tranne in caso di riduzione del capitale sottoscritto; questa riserva può essere utilizzata solo per aumentare il capitale sottoscritto mediante incorporazione di riserve;
- f) la lettera e) non si applica quando il riscatto è avvenuto mediante i proventi di una nuova emissione effettuata ai fini di tale riscatto;
- g) quando, in seguito al riscatto, è previsto il versamento di un premio agli azionisti, tale premio può essere prelevato soltanto dalle somme distribuibili in conformità dell'articolo 15, paragrafo 1, o da una riserva diversa da quella di cui al punto e) che non può essere distribuita agli azionisti, tranne in caso di riduzione del capitale sottoscritto; questa riserva può essere utilizzata solo per aumentare il capitale sottoscritto mediante incorporazione di riserve, per coprire le spese di cui all' articolo 3, lettera j) o quelle delle emissioni di azioni o di obbligazioni o per effettuare il versamento di un premio a favore dei detentori delle azioni o delle obbligazioni da riscattare;

perfettamente speculare e ambivalente in cui il diritto al riscatto può essere riconosciuto tanto in capo alla società quanto in capo al socio¹¹⁵. Anche qui, tuttavia, manca un esplicito riconoscimento della possibilità di riconoscere un diritto/obbligo di riscatto in capo ad altri soci o a terzi.

Più in generale, guardando anche ad altri ordinamenti che esulano dall'area di *common law*, si rileva come il riscatto azionario sia sempre previsto in termini di diritto della società e, talvolta, anche come diritto del socio (tipicamente nei confronti della società medesima e non verso altri soci o terzi). In particolare, tra gli ordinamenti continentali che prevedono la possibilità per il socio di ottenere il riacquisto delle proprie azioni si segnalano la Spagna¹¹⁶, il Portogallo¹¹⁷, e il Belgio che, seppur con diverse sfumature, recepiscono espressamente l'istituto delle azioni redimibili¹¹⁸. Tra questi, merita particolare menzione il caso del Belgio che, attraverso l'istituto del *rachat forcé*, prevede la possibilità che lo statuto regoli l'obbligo di uno o più soci di procedere al riscatto di azioni redimibili di titolarità di un altro

h) il riscatto è oggetto di pubblicità effettuata secondo le modalità previste dalla legislazione di ciascuno Stato membro, in conformità dell'articolo 3 della direttiva 68/151/CEE».

¹¹⁵ Si rammenta che tale struttura è funzionale anche a offrire un solido strumento di tutela delle minoranze, colmando così la lacuna causata dalla mancanza, nell'ordinamento britannico, di un diritto di recesso che insorga *ipso facto* in capo al socio al verificarsi di eventi particolarmente significativi per la vita o il contratto sociale (cfr. anche quanto detto sul punto alla precedente nota 105). Nell'ordinamento britannico, infatti, in caso di comportamenti abusivi della maggioranza, l'unica tutela è rappresentata dal rimedio dell'*unfair prejudice* (*Section 994* e ss. del *Companies Act* del 2006). Tale istituto prevede la possibilità per il socio di ricorrere all'autorità giurisdizionale in caso di comportamenti tenuti dai soci di maggioranza o dagli amministratori deliberatamente lesivi dei suoi interessi. Tuttavia, la necessità di dover instaurare un procedimento davanti al giudice al fine di ottenere tutela e l'onere probatorio abbastanza significativo posto in capo al socio (chiamato a dare prova della portata lesiva della condotta tenuta nei suoi confronti) costituiscono un freno non trascurabile all'utilizzo dell'istituto.

¹¹⁶ Cfr. art. 500 del *Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital*, n. 1/2010 riferibile alle società quotate (che conferma quanto già disposto dalla precedente *Ley de Sociedades Anónimas*). Per un'analisi di questo istituto nel contesto dell'ordinamento spagnolo DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatabales*, cit.; YANES YANES, *Las acciones rescatabales en la sociedad cotizada*, Navarra, 2004.

¹¹⁷ Cfr. art. 345 del *Código das Sociedades Comerciais* che prevede la possibilità di emettere *acoes preferencias remiveis* con diritto al riscatto in capo al socio, il quale può altresì ottenere lo scioglimento della società nel caso in cui questa non sia in grado di procedere al riscatto alla data stabilita.

¹¹⁸ Per un'esauritiva panoramica dell'evoluzione della clausola riscatto negli ordinamenti stranieri si rimanda a CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 65 ss.

socio, riconoscendo così l'operatività del diritto al riscatto anche nei rapporti fra soci¹¹⁹. Più complessa invece la situazione nell'ordinamento francese, che difetta, come il nostro, di una chiara previsione in questo senso¹²⁰, almeno per le società comuni¹²¹, ma nel quale si registrano voci favorevoli all'emissione di azioni riscattabili di ogni tipo¹²².

2.2. La (scarsa) elaborazione sulle azioni redimibili nel dato normativo comunitario e nell'ordinamento italiano pre-riforma. Analogie con le «clausole di smobilizzo»

Nella normativa di derivazione comunitaria, il riferimento principale in tema di riscatto azionario è costituito dall'art. 39 della Direttiva 77/91/CEE¹²³ che, tuttavia, sembra disciplinare unicamente l'emissione di azioni riscattabili con diritto di riscatto a cura della società¹²⁴ senza prendere posizione con riferimento alla legittimità e alla possibilità di emettere azioni redimibili.

¹¹⁹ Cfr. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, cit. 154 ss. e FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit. 71 nota 200.

¹²⁰ L'art. 228 – 12, alinéa 2, *Code de comm.*, stabilisce solamente che «*Les modalités de rachat ou de conversion des actions de préférence peuvent également être fixées dans les statuts*»

¹²¹ Più dettagliata invece la normativa che riguarda le società quotate, che si pronuncia più chiaramente a favore di un riscatto su richiesta del socio, si legge infatti all'art. L. 228 – 20 *Code comm.*: «*Lorsque les actions de préférence sont inscrites aux négociations sur un marché réglementé, elles peuvent être rachetées ou remboursées, à l'initiative de la société ou du porteur, si le marché n'est pas liquide, dans les conditions prévues par les statuts*». Tuttavia, questa disposizione, così come quella che precede, è dettata con esclusivo riferimento alle *actions de préférence*; ciononostante, una parte della dottrina estende la possibilità di apporre una clausola di riscatto anche ad azioni di diverso genere. Si veda in proposito MORTIER, *Rèforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions: Rachat d'actions et actions rachetables*, in *Rev. soc.* 2004., § 25.

¹²² Cfr. MORTIER, *Rèforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions*, cit., § 22 e ss.

¹²³ Per il testo dell'articolo si rimanda alla precedente nota 114. Si segnala, peraltro, che la Direttiva in parola è stata successivamente modificata dalla Direttiva 2006/68/CE la quale, tuttavia, non ha avuto un impatto sulla disciplina di cui all'art. 39.

¹²⁴ Tale limitazione dell'ambito di applicazione della norma in parola emerge con chiarezza dalle disposizioni di cui alle lettere d) e ss., volte a fissare alcuni limiti all'utilizzo delle risorse della società al fine di procedere al riscatto. A questo riguardo, mette conto evidenziare come la normativa non si preoccupi di fornire indicazioni circa la determinazione del prezzo del riscatto: tale scelta, lungi dal rappresentare una lacuna, appare condivisibile attesa la non uniformità tra gli Stati Membri dei principi inderogabili che limitano la possibilità di determinare liberamente il corrispettivo per il riscatto.

Con riguardo all'ordinamento domestico, invece, nel sistema ante-riforma l'unico dato normativo riconducibile al riscatto azionario era identificabile nell'art. 2357-*bis* numero 1) che riguardava il c.d. riscatto «finalizzato»¹²⁵, cioè l'ipotesi di ritiro forzoso¹²⁶ delle azioni al fine di procedere al loro annullamento e alla conseguente riduzione di capitale¹²⁷.

In un siffatto contesto, non trovava spazio la figura delle azioni redimibili¹²⁸ la cui configurabilità pareva scoraggiata, se non persino esclusa, dal silenzio del legislatore comunitario e, soprattutto, dal principio di tassatività delle

¹²⁵ Tale forma riscatto era così denominata in opposizione all'altra tipologia di riscatto c.d. «non finalizzato» in cui rientravano le ipotesi per le quali il riacquisto delle azioni non fosse funzionalmente collegato a una riduzione di capitale e, quindi, anche quelle suggerite dal legislatore comunitario.

¹²⁶ La nozione di “ritiro forzoso” spesso viene assorbita, nel dibattito dottrinale e giurisprudenziale, in quella di “riscatto”. Tuttavia i due istituti vengono presentati separatamente dalla Direttiva 77/91/CEE la quale parla, all' art. 36, di “ritiro forzato” come modalità d'esecuzione di una riduzione di capitale e, all' art. 39, di “riscatto” in rapporto ad altri, non precisati, presupposti e senza contestuale riduzione di capitale. Nondimeno, il fatto che per lungo tempo sia mancata nel nostro ordinamento un'esplicita previsione normativa che riguardasse il “riscatto” *strictu sensu* inteso ha fatto sì che, nella prassi, le due nozioni venissero a coincidere.

¹²⁷ È stato giustamente messo in luce (cfr. PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997, 27 nota 46) come il riscatto non abbia propriamente come fine ultimo quello della riduzione di capitale, che rappresenta, piuttosto, un passaggio strumentale rispetto al fine cui la riduzione di capitale è realmente preordinata. In questo senso sarebbe forse più corretto parlare di riscatto “collegato” alla riduzione di capitale; nondimeno, l'uso del termine “finalizzato” è da tempo invalso tra i commentatori: pare dunque opportuno rimanere fedeli a tale scelta.

¹²⁸ Interessanti riferimenti a tale istituto si rinvencono tuttavia, già in epoca ante-riforma, in CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 85 e 227 ss., la quale sembra tuttavia considerare le azioni redimibili come fattispecie separata e distinta dalle azioni riscattabili, quantomeno nell'ipotesi in cui il titolare delle azioni abbia la facoltà, e non l'obbligo, di chiedere il riscatto dei propri titoli. La stessa autrice, infatti, afferma «diversamente si atteggia la fattispecie nel caso in cui sia previsto un obbligo di acquisto, con piena libertà per il socio in ordine alla decisione di alienare: non si versa infatti in tali ipotesi nel fenomeno del riscatto, poiché quest'ultimo pone in ogni caso il soggetto riscattato in una posizione di *pati* (anche nell'ipotesi in cui il riscatto si configuri, per lo stesso riscattante, come obbligo, anziché come potere)». La diversa natura delle azioni redimibili è poi ulteriormente confermata dall'autrice (*ibidem*, 227 ss.) la quale ritiene applicabile la disciplina delle assemblee speciali di cui all'articolo 2376 c.c. alle sole azioni redimibili e non anche alle azioni riscattabili in quanto queste ultime, per il solo fatto di essere soggette ad un diritto di riscatto da parte della società o di un terzo, non incorporerebbero un *diritto diverso* ai sensi dell'odierna versione dell'articolo 2348 c.c. Tale lettura, tuttavia, è da ritenersi superata nell'attuale contesto normativo (cfr. quanto detto alla precedente nota 45).

ipotesi di recesso di cui all'art. 2437 c.c. (allora vigente) con il quale il riscatto ad opzione del titolare si poneva in aperto contrasto¹²⁹.

Quanto sopra riferito, offre un valido supporto per spiegare come, nel dibattito giurisprudenziale e dottrinale italiano antecedente alla riforma, l'attenzione degli interpreti e degli operatori si sia prevalentemente concentrata sull'ammissibilità delle azioni riscattabili senza porre particolare enfasi sulla possibilità di emettere azioni redimibili.

In particolare, sul fronte giurisprudenziale le pronunce più rilevanti ebbero a oggetto l'utilizzo del riscatto azionario da parte della società quale rimedio per l'ipotesi in cui il socio tenuto al compimento di prestazioni accessorie si fosse reso inadempiente ai propri obblighi (così da consentire alla società medesima di reagire all'inadempimento escludendo il socio dalla compagine sociale)¹³⁰. In questo contesto, la clausola fu in un primo momento ritenuta illegittima sull'assunto che essa costituisse un inaccettabile ampliamento delle cause di esclusione del socio dalla società e, soprattutto, desse luogo ad una fattispecie, quella del riscatto «non finalizzato» non riconosciuta nel nostro ordinamento che, viceversa, conosceva solo l'ipotesi di riscatto «finalizzato» in tema di acquisto di azioni proprie di cui all'art. 2357 c.c. (da interpretarsi peraltro come norma eccezionale e non suscettibile di interpretazione analogica¹³¹). Tuttavia, a seguito di successiva

¹²⁹ In questo senso PRESTI, *Le clausole di «riscatto» nella società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1983, II, 411; CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, II, 516 e GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, cit. il quale, in senso parzialmente più permissivo, arriva ad ammettere l'utilizzo di azioni redimibili solo per ipotesi coincidenti a quelle che legittimavano l'esercizio del diritto di recesso.

¹³⁰ Per completezza, si segnala che, sempre in epoca pre-riforma, la clausola di riscatto è stata oggetto di attenzione da parte della giurisprudenza in relazione al suo utilizzo in caso di morte di uno dei soci al fine di assicurare alla società o agli altri soci (o, più raramente, a un terzo) la possibilità di riscattare le azioni presso gli eredi o i legatari assicurando così un controllo diretto sulla composizione della compagine sociale. In particolare, le legittimità di tale clausole è stata in messa in discussione per la loro dubbia compatibilità, in seguito definitivamente accertata, con il divieto di patti successori di cui all'art. 458 c.c. Sul punto si vedano, in particolare, le tre seguenti pronunce rese, in diverso grado, in relazione alla medesima vicenda Trib.Roma, 30 maggio 1990, in *Giur.it.*, 1991, I, 830 ss. con nota di CALVOSA; App. Roma 28 Aprile 1992, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, II, 634 ss. con nota di CALVOSA; Cass. 16 aprile 1994, in *Società* 1994, 1185 e ss., con nota di CARAVAGLIOS; in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, 164 ss. con nota di CALVOSA.

¹³¹ Il riferimento è a Trib. Milano 17 aprile 1982 (decreto), in *Banca borsa tit. cred.* 1983, II, 507 ss. con nota di CARCANO e in *Giur. comm.*, 1983, II, 397 ss. con nota di PRESTI.

impugnazione, l'esito di tale pronuncia fu ribaltato dal giudice di seconde cure¹³² che, sulla base di un opposto impianto argomentativo, stabilì che l'utilizzo del riscatto azionario, ancorché non espressamente previsto nel nostro ordinamento, fosse compatibile con l'esercizio dell'autonomia statutaria e con le regole di funzionamento della società per azioni. Per questa via, si ritenne quindi che il riscatto non costituisse un'inammissibile causa di esclusione del socio e un'indebita violazione del suo *status* ma, piuttosto, uno strumento di protezione dell'interesse sociale¹³³.

Sul versante dottrinale si registrò, invece, un dibattito molto più diffuso e articolato che si pronunciò in senso sostanzialmente favorevole alla possibilità di emettere azioni riscattabili nel nostro ordinamento anche in assenza di recepimento della normativa comunitaria¹³⁴. Tale posizione si fondava su una pluralità di argomenti di diversa natura. Da una parte, infatti, se ne sosteneva l'ammissibilità evidenziando come la teoria dell'intangibilità dei «diritti individuali del socio»¹³⁵ – da taluni opposta come baluardo

¹³² App. Milano 14 luglio 1982, in *Banca borsa tit. cred.* 1983, II, 507 ss. con nota di CARCANO e in *Giur. comm.*, 1983, II, 397 ss. con nota di PRESTI; in *Giur. merito*, 1983, I, 593 e ss. con nota di PENNACCHIO; nello stesso senso, pochi anni dopo la pronuncia del giudice milanese, Trib. Genova, 3 gennaio 1986, in *Società* 1986, 411 ss.

¹³³ In particolare, nella visione della Corte, una violazione dei diritti del socio sarebbe configurabile solo in presenza di un uso strumentale, e non in buona fede, del riscatto e, quindi, con l'intento precipuo di escluderlo dalla società e non di reagire ad un suo inadempimento o impossibilità di adempiere alle prestazioni accessorie cui lo stesso è obbligato.

¹³⁴ Nel periodo pre-riforma si sono espressi in senso favorevole CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit.; ID., *Clausola di riscatto delle azioni in favore in favore dei soci superstiti e divieto di patti successori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, 164 ss.; ID. *Morte del socio, clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti e divieto di patti successori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, II, 637 ss.; ID. *Clausola di riscatto di azioni e divieto di patti successori*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1992, I, 635, ss.; ID., *Sulle cc.dd. clausole di riscatto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, II, 115 ss.; ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, cit., 208; PRESTI, *Le clausole di riscatto nella società per azioni*, cit., 401; PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, 763 ss.; ID., *Azioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Vita not.*, 1983, 34; CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, cit., 506 ss.; STANGHELLINI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, 79; SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni. Eccesso di potere nelle modifiche alla circolazione*, Milano, 1993, 308 ss.

¹³⁵ Questa teoria, pur avendo origini piuttosto risalenti e autorevoli nella dottrina commercialistica (cfr. VIGHI, *Diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902 e ASCARELLI, *Sui poteri delle maggioranze nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Riv. dir.*

all'introduzione delle azioni riscattabili – fosse priva di una reale consistenza¹³⁶ e, in ogni caso, non fosse elemento sufficiente a sancirne l'illegittimità essendo lo *status* in qualche misura disponibile al soggetto che ne era titolare il quale poteva, dunque, accettare forme di compressione della propria sfera giuridica¹³⁷. Per altro verso, si rilevava come l'emissione di azioni riscattabili non risultasse in contrasto con i principi inderogabili del diritto societario atteso che la forma di riscatto «finalizzato» di cui all'art 2357, già conosciuta e disciplinata nel nostro ordinamento, non era norma eccezionale ma semplice testimonianza di un fenomeno più ampio¹³⁸, quale appunto il riscatto azionario, avente caratteristiche unitarie¹³⁹ e in astratto

comm., 1950, I, 169 e ss.) non ha mai mostrato contorni esattamente definiti ma è essenzialmente caratterizzata dall'assunto secondo cui l'azionista ha diritto al mantenimento del suo *status* fino all'estinzione della società per garantire la conservazione del suo interesse patrimoniale nella stessa; tale diritto, pertanto, non può essere pregiudicato da deliberazioni assunte con principio maggioritario dall'assemblea o dalla stessa società (cfr. in proposito BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960)

¹³⁶ MENGONI, *Sulla reintegrazione del capitale azionario in caso di perdita totale*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, I, 112 parla in proposito di «inammissibile concezione giusnaturalistica dei diritti individuali del socio», l'espressione è ripresa anche da PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, cit., 768.

¹³⁷ In tale prospettiva, il tema dell'illegittimità del riscatto si poneva con particolare enfasi solo nel caso in cui la clausola di riscatto veniva introdotta *durante societate* con deliberazione a maggioranza e non nel diverso caso in cui la clausola fosse presente *ab origine* nello statuto con decisione unanime dei soci, essendo in tale sede il diritto di non essere estromesso dalla società un diritto disponibile da parte del singolo socio. Cfr. SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto delle proprie azioni e diritti degli azionisti*, in *Riv. soc.* 1973, I, 15. Opinioni favorevoli furono espresse, comunque, anche con riferimento alla possibilità di introdurre (e sopprimere) la clausola di riscatto con delibera a maggioranza, cfr. CALVOSA, *La clausola riscatto nella società per azioni*, cit., 152 ss. e 218 ss. Successivamente all'introduzione dell'art. 2437-sexies si veda la posizione assunta da CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 99, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto*, in *Massime notarili in materia societaria*, cit.; VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, 271 ss.; DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, cit., 209 ss.

¹³⁸ Così CARBONETTI, *Acquisto di azioni proprie e patrimonio sociale*, in *Riv. soc.*, 1982, 1137 e CALVOSA, *Sulle cc.dd. clausole di riscatto*, cit., 121. Nel senso dell'insussistenza di limiti impliciti PRESTI, *Le clausole di riscatto nella società per azioni*, cit., 401; CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, cit., 515.

¹³⁹ A tal riguardo mette conto evidenziare l'ampia indagine condotta da CALVOSA, *La clausola riscatto nella società per azioni*, cit., 115 ss. che, attraverso un'analitica ricognizione dei diversi usi cui la clausola di riscatto è destinata nel nostro ordinamento (es. in ambito civile, amministrativo, assicurativo, etc.) ha identificato un nucleo comune di principi che contraddistinguono l'istituto del riscatto latamente inteso. A tal proposito, l'autrice evidenzia come l'istituto, causalmente neutro e astrattamente compatibile con qualsiasi schema negoziale, presenti la caratteristica tipica dei rapporti potestativi che

destinabile a una pluralità di impieghi la cui legittimità era confermata anche dallo stesso legislatore comunitario. Sotto quest'ultimo profilo, infine, si evidenziò fin da subito come l'utilizzo di azioni riscattabili si rendesse utile in tutti quei casi in cui lo *status* di socio dovesse essere necessariamente collegato ad un particolare ruolo o qualifica all'interno della società assecondando così quel processo di personalizzazione degli apporti in favore della società per azioni di cui le azioni con prestazioni accessorie, già conosciute al legislatore, erano evidente espressione¹⁴⁰.

Su queste considerazioni di carattere generale, si innestò poi il dibattito sulla disciplina e la regolamentazione cui assoggettare le azioni riscattabili e, in particolare, sui presupposti e sul corrispettivo del riscatto quali elementi che, considerati gli interessi giuridici in gioco, maggiormente rilevavano ai fini del suo utilizzo¹⁴¹.

È agevole intuire come il dibattito di cui si è dato brevemente conto abbia fornito un contributo abbastanza limitato all'elaborazione in merito alle azioni redimibili e come, pertanto, la diffusione di questo istituto nel nostro ordinamento sia avvenuta in epoca successiva rispetto ad altri ordinamenti quali, ad esempio, quello britannico o statunitense. Le ragioni di tale ritardo

vedono il soggetto riscattato in una posizione di mero *pati* tale per cui il negozio del riscatto può perfezionarsi anche in assenza della sua collaborazione. Per tale ragione, l'autrice ritiene che le azioni redimibili con facoltà di richiedere il riscatto ad opzione del titolare non rientrino *strictu sensu* nell'ambito dell'istituto (cfr. *supra* nota 128).

¹⁴⁰ Così CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, cit., 514; PRESTI, *Le clausole di riscatto nella società per azioni*, cit., 405 ss; KUSTERMAN, *Le prestazioni accessorie a carico dei soci*, in *Società*, 1985, 943 e ss.; PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, cit., 769ss. il quale evidenzia come l'uso della clausola di riscatto sia «l'unico strumento capace di dare vitalità [...] all'istituto delle azioni con prestazioni accessorie».

¹⁴¹ Tali considerazioni sono state solo in parte chiarite con il processo di codificazione delle azioni riscattabili che ha portato all'introduzione dell'attuale articolo 2437-*sexies* posto che la norma in parola, contrariamente a quanto richiesto dal legislatore comunitario, non contiene alcuna indicazione in ordine alla regolamentazione dei presupposti che fanno insorgere il diritto di riscatto e, quanto alla quantificazione del corrispettivo, opera un generico rinvio all'articolo 2437-*ter* senza tuttavia specificare se, e in quale direzione, l'autonomia privata possa derogare ai criteri di determinazione del valore delle azioni fissati con riguardo al diritto di recesso. Per una ricostruzione dello *status* del dibattito dottrinale su questi temi si vedano VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, 175 ss. e 220 ss.; DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, cit., 80 ss. e 154 ss. ove numerosi altri riferimenti.

sono probabilmente da ricercare, sotto un profilo tecnico-giuridico, nella maggior rigidità del nostro sistema di diritto societario, quanto meno nell'impianto pre-riforma, nei confronti di strumenti di raccolta del capitale atipici e non regolamentabili con l'esclusivo ricorso alle categorie tradizionali e, sotto un profilo storico-culturale, nel minor interesse del nostro sistema economico e, di conseguenza, del nostro legislatore, verso forme di finanziamento delle società di capitali che guardino al mercato degli investitori e non al tradizionale canale del finanziamento bancario¹⁴². Tale carenza culturale ha determinato, tra l'altro, uno scarso attivismo dei finanziatori non bancari sul mercato dei capitali e un minor livello di complessità degli stessi rispetto ai paesi di tradizione anglosassone.

Nondimeno, come si avrà modo di vedere a breve, l'avvento della riforma, pur non intervenendo direttamente sulle azioni redimibili (o forse proprio per questo motivo) ha dato nuovo impulso al dibattito sulla legittimità e sui limiti di utilizzo di questo istituto ed è interessante notare come, in tale contesto, siano state recuperati, pur sotto una diversa luce, taluni degli argomenti che erano stati precedentemente utilizzati nel dibattito pre-riforma con riferimento alle azioni riscattabili, ad esempio per quanto concerne i presupposti, la spettanza dell'obbligo di riscatto o la determinazione del corrispettivo dovuto a fronte del suo esercizio.

Da ultimo, sempre con riferimento all'epoca pre-riforma, è opportuno menzionare il dibattito sviluppatosi attorno alle c.d. «clausole di smobilizzo» contenute in accordi di finanziamento di tipo partecipativo, che, in passato, sono state utilizzate al fine di garantire a enti pubblici finanziari che avevano quote di minoranza in società industriali il diritto di cedere ai "soci imprenditori" la propria partecipazione ad una determinata data e a un prezzo prefissato¹⁴³. Tale pattuizioni, pur avendo natura parzialmente diversa dalle

¹⁴² Per alcune considerazioni preliminari si veda ZANONI, *Venture capital e diritto azionario*, cit. 37 ss. ove anche una breve riflessione sulla natura "bancocentrica" del nostro sistema economico. In proposito, tuttavia, corre l'obbligo di segnalare che tale tendenza si è decisamente invertita negli ultimi anni anche sulla spinta dell'onda riformatrice del legislatore nazionale e delle iniziative del legislatore comunitario che stanno avvicinando il nostro mercato dei capitali ai modelli di funzionamento più sofisticati dei paesi anglosassoni.

¹⁴³ Per un inquadramento della fattispecie si veda LEOZAPPA, *Le partecipazioni a scopo di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, 263 ss.

azioni redimibili¹⁴⁴, suscitarono accese in discussioni in dottrina e in giurisprudenza in ragione della loro potenziale non compatibilità con il divieto di patto leonino specie per le ipotesi in cui esse, congiuntamente al riscatto delle azioni a un prezzo prefissato, prevedessero l'esonero da perdite e utili maturati *medio tempore* dalla società e il riconoscimento al socio uscente di un saggio di interesse¹⁴⁵. La circostanza non è priva di rilievo in quanto,

¹⁴⁴ In particolare, le «clausole di smobilizzo» si differenziavano dalle azioni redimibili in quanto (i) erano generalmente incluse in accordi di tipo parasociale (e, pertanto, non azionabili nei confronti della società, come invece possibile nel caso delle azioni redimibili); (ii) gli accordi di finanziamento partecipativo in cui erano inserite prevedevano tipicamente un vincolo di destinazione per le somme apportate dal socio finanziatore (obbligo, di contro, non compatibile con pattuizioni di tipo statutario a fronte dell'emissione di azioni redimibili); (iii) per ragioni connesse alla natura pubblica del socio investitore, avevano ad oggetto necessariamente partecipazioni di tipo minoritario nella *target* (al contrario delle azioni redimibili che possono anche rappresentare una partecipazione non minoritaria specie nel caso in cui il riscatto sia posto a carico dei soci e non della società). Cfr sul punto VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit. 103 e quanto detto al successivo Paragrafo 3.1.

¹⁴⁵ Sul punto v. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. Impr.*, 1988, 771 ss.; ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994, 138 ss. il quale sottolinea come, ai fini della violazione del divieto, non rilevi la natura parasociale dell'accordo in cui la «clausola di smobilizzo» è contenuta. Di particolare interesse, a questo riguardo, la vicenda relativa alla proposta irrevocabile d'acquisto a prezzo predeterminato formulata da AerItalia a favore di una finanziaria per lo sviluppo del Mezzogiorno (FIME) in relazione ad un pacchetto di azioni da quest'ultima detenuta in una società industriale denominata Svam. Nel caso di specie, AerItalia, dopo aver formulato la proposta di acquisto, ne aveva successivamente invocato la nullità per violazione del divieto di patto leonino. Si vedano, in proposito, i pareri *pro veritate* di PIAZZA, *La causa mista credito società* in *Contr. Impr.*, 1987, 803 ss. e SBISÀ, *Circolazione azioni e patto leonino*, in *Contr. imp.*, 1987, 816 ss. i quali, con riferimento alla vicenda in parola, hanno escluso, la violazione del divieto. Sul tema si vedano anche, su un piano più generale, CIAFFI, *Finanziaria regionale e patto leonino*, in *Giur. comm.*, 1995, II, 486; BATTI, *Il patto leonino nell'ambito delle partecipazioni a scopo di finanziamento*, in *Società*, 1995, 178; CERONI, *Simulazioni e patti parasociali*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1990 1111 ss.; GUGLIELMUCCI, *Lo smobilizzo di partecipazioni nei patti parasociali delle finanziarie regionali private*, in *Riv. soc.*, 1980, 1196 ss. In giurisprudenza cfr. le risalenti pronunce di Cass. 14 giugno 1939, n. 2029, in *Foro it.*, 1940, I, 94 con nota di ARENA, *Patto leonino e autonoma convenzione di esonero dalle perdite* e Cass. 30 maggio 1941, n. 1618, in *Riv. dir. comm.*, 1942, II, 305 ss. le quali hanno escluso, nei casi sottoposti alla loro attenzione, la sussistenza del patto leonino sulla base del fatto che le pattuizioni incriminate erano contenute in patti parasociali e, quindi, non direttamente attinenti alla sfera sociale; sul medesimo argomento anche Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Riv. not.*, 1995, II, 244 ss., in *Società* 1995, 178 ss., in *Giur. comm.*, 1995, 478 ss.; in *Nuova. giur. comm.*, 1161 la quale ha affermato il principio secondo cui qualora la clausola asseritamente leonina sia contenuta in un patto parasociale, è necessario procedere a un'analisi puntuale del contratto per verificare se tale clausola risponda a una causa meritevole di tutela idonea ad escludere la finalità elusiva del patto in violazione del divieto di cui all'art. 2265 c.c.

come già accennato e come meglio si approfondirà nel corso del presente studio¹⁴⁶, uno dei profili maggiormente problematici in relazione all'emissione di azioni redimibili è proprio rappresentato dalla sua compatibilità con il divieto di cui all'art. 2265 c.c.

2.3. Le mancata codificazione delle azioni redimibili. Estraneità dell'istituto rispetto alla fattispecie di cui all'art. 2437-sexies

È cosa nota come, nel contesto della riforma del diritto societario, il legislatore abbia introdotto l'articolo 2437-sexies con lo scopo di fornire una regolamentazione espressa del riscatto azionario conformandosi così alle indicazioni formulate dal legislatore comunitario all'art. 39 della citata Direttiva 77/91/CEE¹⁴⁷ la quale, come si è detto, non prende chiaramente posizione in merito alla legittimità delle azioni redimibili.

Non stupisce, pertanto, che la disposizione di cui all'art. 2437-sexies si riferisca alle azioni (o categorie di azioni) «*per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci*». Nonostante il dato letterale appaia decisamente incompatibile con il funzionamento delle azioni riscattabili, alcuni commentatori si sono pronunciati in senso favorevole rispetto alla possibilità di estendere i confini della fattispecie tipizzata dal legislatore fino a ricomprenservi anche le azioni che riconoscono al relativo titolare un diritto al riscatto, riconducendo così entrambe le tipologie di azioni nell'alveo del processo di codificazione¹⁴⁸.

¹⁴⁶ Cfr. *infra* Paragrafo 3.5.

¹⁴⁷ Raffrontando il contenuto di questa previsione con quello dell'art 39 della Direttiva si nota, tuttavia, come il legislatore non abbia dato integrale attuazione alle raccomandazioni ricevute. In particolare, oltre all'omessa indicazione del regime di pubblicità di cui il riscatto deve essere oggetto (cfr. lettera h) dell'art. 39), nessuna indicazione è stata fornita dal legislatore nazionale in risposta alla richiesta di determinare statutariamente le condizioni e le modalità del riscatto di cui alla lettera c). Tale omissione, come è già stato rilevato, ha lasciato aperti alcuni degli interrogativi che già avevano caratterizzato il dibattito pre-riforma (cfr. precedente nota 141).

¹⁴⁸ Cfr. PACIELLO, *sub art. 2437 sexies*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres (Artt. 2380 – 2448) II, Napoli, 2004, 1145 e ss.; CALLEGARI, *sub. art. 2437 sexies*, in *Il nuovo diritto societario, Commentario*, diretto da Cottino - Bonfante – Cagnasso – Montalenti (Artt. 2409 *bis* – 2483 c.c.), Bologna, 2004, 1444 ss.. In senso possibilista, pur senza pronunciarsi in modo apertamente favorevole alla riconduzione *ad unum* delle due fattispecie sotto il cappello dell'art. 2437-sexies GALLETTI, *sub art. 2437-*

Tale posizione, tuttavia, non appare condivisibile per almeno un duplice ordine di ragioni. Il primo, e più lampante dato, è senza dubbio quello letterale: come anticipato, il fatto che la norma faccia riferimento a un potere di riscatto della società o dei soci¹⁴⁹ sembra implicitamente collocare al di fuori dai confini della fattispecie l'ipotesi in cui il socio titolare dell'azione riscattabile (*rectius* redimibile) abbia un diritto *al riscatto*. In altre parole, la fattispecie tipica sembra riferirsi solo alle ipotesi in cui il titolare dell'azione riscattabile sia posto in una situazione di soggezione e non già l'opposta ipotesi in cui lo stesso titolare possa richiedere ad un altro soggetto il riscatto della propria partecipazione¹⁵⁰. In questo senso, milita anche la

sexies, cit., 1635 ss.; CARMIGNANI, *sub art. 2437 sexies*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, tomo II, Torino, 2003, 903. Su un piano più generale, si vedano anche le riflessioni di PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1308 e MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova S.p.A.*, cit., 126 ss..

¹⁴⁹ Si osserva, peraltro, come il generico riferimento ai "soci" sia problematico e sollevi alcuni interrogativi in relazione a *quali* soci possano essere autorizzati al riscatto. In proposito sembra doversi concludere che il riscatto possa spettare a tutti i soci proporzionalmente o solo a una parte di essi mediante costituzione di un'apposita categoria di azioni, autonoma ma funzionalmente connessa con le azioni riscattabili *ex art. 2437-sexies*, che incorpori il diritto di procedere al riscatto (così PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1308; GALLETTI, *sub art. 2437-sexies*, cit., 1635 ss.). Al contrario non sembra possibile, in quanto incompatibile con la struttura della società per azioni, che lo statuto attribuisca il diritto di riscatto *ad personam* ad uno o più soci, potendosi tutt'al più ammettere, in via eccezionale, la possibilità di attribuire tale diritto a soggetti individuati solo *per relationem* mediante ricorso a criteri oggettivi, a condizione che nessuno dei soci ne sia già in possesso, o sia in procinto di esserlo, al momento dell'introduzione della clausola stessa (in questo senso SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 183). In ogni caso, non pare possibile ricomprendere nel riferimento ai "soci" di cui all'art. 2437-sexies anche gli stessi titolari di azioni riscattabili non potendo questi ultimi vedersi riconosciuto un diritto di riscatto avente ad oggetto i loro stessi titoli. Tale rilievo pare quindi allontanare ulteriormente la fattispecie di cui all'art. 2437-sexies dalle azioni redimibili che, al contrario, si caratterizzano proprio per il *diritto al riscatto* riconosciuto in capo al loro titolare (*contra* DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, cit. per il quale «la stessa norma, riferendosi genericamente ai soci, non consente di escludere con certezza che lo statuto non possa selezionare i titolari di tale potere anche individuandoli negli stessi portatori delle azioni "riscattabili"»).

¹⁵⁰ In questo senso VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 105; DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies*, in *Società*, 2008, IV, 421 che osserva come, in tale seconda circostanza, si debba parlare di «diritto al riscatto, piuttosto che di diritto di riscatto e, quindi, di azioni non già riscattabili, ma rimborsabili»; CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, 52; CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, cit., 200. In senso parzialmente difforme DI CECCO, *Fattispecie e*

considerazione che la fattispecie codicistica non contiene alcun richiamo alle cause di recesso convenzionali di cui all'art. 2437, comma quarto, c.c. che avrebbero costituito un importante appiglio per allargare le maglie della norma verso la fattispecie delle azioni redimibili¹⁵¹.

Vi è poi un secondo argomento, di ordine potremmo dire sistematico, che depone in senso sfavorevole all'assimilazione delle tue fattispecie sotto il medesimo istituto ed è rappresentato dal fatto che, come già messo in luce, le azioni redimibili presentano un significativo grado di prossimità funzionale e tipologica con l'istituto del recesso. Tale continuità tipologica è così forte che, qualora si volesse ammettere un ampliamento della categoria delle azioni riscattabili per ricomprendervi anche le azioni redimibili, si finirebbe per congiungere, in un pericoloso *continuum*, l'istituto del recesso (art. 2437-2437 *quinquies*) con quello delle azioni riscattabili/redimibili (art. 2437-*sexies*). Tale operazione, da un lato, si tradurrebbe in una espansione e duplicazione dell'ambito normativo del recesso non voluta dal legislatore¹⁵² e,

disciplina del riscatto azionario, cit., 32 ss. il quale, pur concordando sull'estraneità delle azioni redimibili rispetto alla fattispecie di cui all'art. 2437-*sexies*, non ritiene che l'argomento letterale di cui si è appena dato conto decisivo a tal fine ma attribuisce maggior rilievo all'argomento di carattere sistematico di cui si darà conto *infra* in questo paragrafo. Nel senso dell'estraneità delle azioni redimibili rispetto alla fattispecie codicistica tipizzata anche CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, cit. 810; STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009, 274 e ss. per il quale «può infatti ritenersi che la formulazione dell'art. 2437 *sexies* c.c. rispecchi la concezione legislativa delle azioni riscattabili come strumento volto a sanzionare (mediante il riscatto e la conseguente esclusione) determinate condotte del socio o, altrimenti, a preservare l'omogeneità della compagine sociale, ma non anche come mezzo funzionale all'ampliamento del novero degli strumenti finanziari mediante i quali incentivare l'investimento nella società»; DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, VII – VIII, 396; TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, cit., 1091; PATRIARCA, *C'è un futuro per le prestazioni accessorie?*, in *Banca borsa tit.cred.*, 2004, III, 338; in senso dubitativo SFAMENI, *sub art. 2350*, in *in Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008, 252.

¹⁵¹ Cfr. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in *Giur. comm.*, V, 2012, 1064.

¹⁵² Così VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 69 e 106 che sottolinea come «se la azioni emesse ai sensi dell'art. 2437-*sexies* c.c. fossero idonee ad attribuire al proprio titolare un diritto di riscatto [...] il risultato – probabilmente – sarebbe quello di un'ingiustificata duplicazione dell'istituto de recesso e, in particolare, di una clausola che attribuisca tale diritto su base convenzionale con sostanziale coincidenza rispetto a quanto previsto dall'art. 2437, comma 4, c.c.».

dall'altro, finirebbe per congiungere con quest'ultimo l'istituto delle azioni riscattabili riunendo sotto un'unica cornice normativa ciò che il legislatore pare invece aver voluto tenere separato¹⁵³. L'impossibilità di vedere attratta la disciplina delle azioni riscattabili nell'istituto del recesso è chiaramente esplicitata infatti dal legislatore nella misura in cui prescrive, all'articolo 2437-*sexies*, che «le disposizioni degli artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* si applicano [alle azioni riscattabili] in quanto compatibili» evidenziando così come tra i due istituti vi siano delle differenze insuperabili¹⁵⁴.

A rafforzare le conclusioni di cui sopra¹⁵⁵, contribuiscono anche gli esiti cui è pervenuta la dottrina che ha indagato la natura del riscatto azionario nel nostro ordinamento al fine di individuare le caratteristiche salienti che lo accomunino all'istituto del riscatto latamente inteso¹⁵⁶. A tal riguardo è stato evidenziato come la norma di cui all'art. 2437-*sexies* rientri a pieno titolo – pur con gli adattamenti richiesti dalla sua natura azionaria – nel *genus* del

¹⁵³ A questo riguardo, è stato giustamente osservato (cfr. ALLEGRI, *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2004, II, 247) che la collocazione dell'art. 2437-*sexies* sarebbe stata forse più appropriata nell'ambito delle norme che regolano le azioni di categoria, piuttosto che tra quelle concernenti il recesso. Tale scelta, tuttavia, si giustifica alla luce del fatto che i criteri per la determinazione del valore delle azioni in caso di recesso costituiscono punto di riferimento ai fini della determinazione del valore del corrispettivo per il riscatto. Inoltre, sotto altro profilo, l'attuale collocazione si spiega in ragione della natura “simmetrica e opposta” delle azioni riscattabili (propriamente intese) rispetto al recesso.

¹⁵⁴ Si pensi, ad esempio, al procedimento di liquidazione di cui all'art. 2437-*quater* richiamato dall'art. 2437-*sexies*. L'impossibilità di applicare *de plano* tale istituto alle azioni riscattabili risulta evidente poiché mentre per il recesso si prevede un procedimento di liquidazione rigido che vede quali soggetti legittimati all'acquisto, i soci (ed eventualmente i possessori di obbligazioni convertibili), i terzi, e la società il riscatto azionario può avvenire alternativamente ad opera della società o dei soci (o da parte di uno solo di questi soggetti) secondo quanto stabilito nello statuto.

¹⁵⁵ Preme evidenziare come le conclusioni che si vanno ad esporre non siano decisive al fine di escludere la possibilità di assimilare le azioni redimibili nella fattispecie tipica del codice civile quanto piuttosto utili a spiegare le ragioni che suggeriscono di predisporre un trattamento normativo separato e distinto per ciascuna delle due figure.

¹⁵⁶ Il riferimento è a CALVOSA, *La clausola riscatto nella società per azioni*, cit., 115 ss. (cfr. anche quanto detto alla precedente nota 130); a seguito della riforma, si vedano anche i contributi di DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, cit., 49 ss.; VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 51 ss.; DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, VII – VIII, 396 e ss.

riscatto¹⁵⁷ da intendersi quale negozio giuridico acquisitivo unilaterale che si perfeziona per iniziativa della sola parte che ha interesse all'acquisto coattivo e senza che la parte sottoposta all'esercizio del riscatto, in posizione di mero *pati*, possa o debba fare alcunché a tal fine¹⁵⁸. In questo senso, dunque, non

¹⁵⁷ In particolare da più parti (*ex multis* CARMIGNANI, *sub art. 2437 sexies*, cit., 902; CALLEGARI, *sub art. 2437 sexies*, cit. 1445; ESPOSITO, *L'esclusione come strumento generale di "exit" societario*, in *Riv. notariato*, 2004, I, 261 ss.) si è evidenziato come, sotto un profilo civilistico, l'istituto possa essere accostato al patto d'opzione (*ex art. 1331*). La similitudine è stata sviluppata a tal punto che si è arrivati ad invocare l'applicabilità dell'art. 2437 *sexies* a tutte le previsioni statutarie «caratterizzate dal meccanismo tecnico-procedimentale di stipula, da parte della società o dei soci, di un contratto di compravendita di azioni in seguito ad un patto di opzione tra azionista e società/soci, subordinato al verificarsi della condizione sospensiva costituita dal venire meno di determinate caratteristiche personali»¹⁵⁷, giungendo, per questa via, a prefigurare una sorta di ultrattività dell'articolo stesso, che sostanzialmente verrebbe a coincidere con un'opzione di tipo *call* in capo ai soggetti legittimati (cfr. CARMIGNANI, *op. loc. ult. cit.*; CICONTE, *sub art. 2437 sexies* in *Codice commentato delle S.p.A.*, diretto da Fauceglia – Schiano di Pepe, Torino, 2007, 1245). Tale impostazione non appare tuttavia condivisibile perché, pur costituendo un interessante termine di paragone per la nuova fattispecie codicistica, non ne ricalca il funzionamento sotto il profilo tecnico-giuridico, ostacolando quindi un'autentica comprensione della stessa. In particolare, l'avverarsi della condizione sospensiva, a differenza del riscatto, opera retroattivamente, travolgendo posizioni giuridiche già consolidate (si pensi ai dividendi maturati), su un piano più generale, inoltre, la riduzione dell'istituto delle azioni riscattabili all'apposizione di una semplice opzione *call* su questi titoli non consente di apprezzare appieno le ripercussioni che la caratteristica della riscattabilità comporta nella loro gestione in tutti gli aspetti della vita societaria. In realtà, la similitudine tra le azioni riscattabili e l'opzione di diritto di comune è particolarmente significativa solo ad un'analisi *prima facie* delle posizioni giuridiche delle parti coinvolte (qualificate dal binomio potestà/soggezione) dovendosi invece riconoscere, su altro piano, come la riscatto azionario siano estranee talune delle caratteristiche tipiche del patto d'opzione quale, ad esempio, lo scopo di limitare o impedire la circolazione del bene che ne forma oggetto; le azioni riscattabili sono, infatti, liberamente trasferibili salvo che con esse si trasferisce automaticamente anche la soggezione al riscatto (sul punto cfr. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 55).

¹⁵⁸ In questi termini è possibile cogliere un binomio che rappresenta una delle caratteristiche principali del riscatto, ovvero la sua unilateralità – coattività, elemento che forse più di ogni altro ne contraddistingue la natura. È necessario tuttavia rammentare che un'invasione così pregnante nella sfera giuridica del riscattato è giustificata dall'approvazione che questo stesso soggetto ha preventivamente manifestato verso l'esercizio del corrispondente potere (accettazione che, nel caso delle azioni riscattabili, coincide con l'accettazione del contenuto della clausola di riscatto statutaria). Cfr. DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437 sexies*, cit. 417 il quale associa espressamente al riscatto azionario gli attributi «unilaterale» e «coattivo»; sullo stesso anche DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, cit., 389 per il quale «in ogni caso è da ribadire che di riscatto in senso tecnico si può parlare solo quando si è in presenza di una fattispecie acquisitiva unilaterale, determinata dalla volontà della parte che ha interesse all'acquisto coattivo». Per quanto riguarda la natura dell'acquisto cui consegue l'esercizio del riscatto, non pare potersi

sarebbe possibile ricondurre a tale istituto situazioni giuridiche nelle quali il diritto di interferire nell'altrui sfera giuridica sia riconosciuto in capo al soggetto che è proprietario del bene da riscattare il quale, per questa ragione, non si troverebbe più in una posizione di soggezione ma assumerebbe, al contrario, un ruolo propulsivo nella vicenda acquisitiva.

Le considerazioni di cui sopra lasciano intuire come la funzione delle azioni riscattabili (propriamente intese) non vada ricercata nell'ampliamento dei canali di finanziamento dell'impresa societaria o nella realizzazione di quel "diritto al disinvestimento" cui si è fatto cenno nelle pagine precedenti. Il titolare di azioni riscattabili non ha, infatti, alcun controllo, né alcuna certezza, sul riscatto, che consegue all'esercizio di una facoltà riconosciuta a soggetti terzi che non è in alcun modo coercibile da parte sua. In questo senso, si può ritenere che l'emissione di azioni riscattabili rappresenti un freno piuttosto che un incentivo al conferimento di risorse in capo alla società per azioni¹⁵⁹ in quanto priva l'investitore del pieno controllo sul proprio investimento¹⁶⁰.

La *ratio* sottesa all'esplicito riconoscimento e regolamentazione delle azioni riscattabili va quindi ricercata, in analogia con quanto rilevato dalla dottrina pre-riforma, nell'intento di valorizzare la componente "personalistica" della partecipazione al contratto sociale, ovvero in tutte in quelle circostanze in cui il contributo di quest'ultima al sodalizio sociale non sia meramente numerario – limitato cioè al valore del conferimento – ma rilevi anche sotto altri profili

dubitare del fatto che trattasi di acquisto a titolo derivativo: al soggetto beneficiario del riscatto verrà pertanto trasmesso il medesimo diritto in capo al dante causa, con la naturale conseguenza che eventuali diritti di pegno o di usufrutto altrui di cui le azioni fossero gravate saranno a lui opponibili (*contra* MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova S.p.A.*, cit., 116 che, traendo argomenti dall'opponibilità *erga omnes* delle clausole statutarie ritiene di poter concludere che «a seguito della procedura di riscatto, chiunque divenga acquirente delle azioni riscattate [...], acquista le azioni libere da qualsiasi diritto o peso di cui il socio riscattato possa averle gravate».)

¹⁵⁹ Così VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 32.

¹⁶⁰ In questo caso, infatti, il riscatto azionario non è, differentemente da quanto avviene per le azioni redimibili, strumento di *exit* controllabile dall'investitore ma, al contrario, strumento a disposizione delle sue controparti (siano esse le società, altri soci o, in talune circostanze, soggetti terzi) per liquidarne la partecipazione. Si noti, tuttavia, che il titolare di azioni riscattabili continua a disporre di strumenti di *exit* c.d. indiretto ben potendo procedere, salvo previsioni particolari dello statuto, alla vendita della propria partecipazione sul mercato.

legati, ad esempio, alle qualifiche e competenze del socio conferente o al particolare rapporto in essere tra questo e il resto della compagine¹⁶¹.

Ciò detto, è opportuno altresì chiarire come la valorizzazione di questi elementi di “personalizzazione” non sia incompatibile con il già affermato principio per cui la «la società per azioni conosce e si rapporta con le azioni, ma non conosce e non si rapporta con gli azionisti»¹⁶² in quanto il riscatto ha ad oggetto le azioni e solo, in via indiretta, coinvolge l'azionista. Inoltre, l'introduzione della clausola di riscatto nel senso qui inteso è funzionale proprio al mantenimento di un rapporto univoco tra le azioni (o una categoria di esse) e talune qualità del soggetto che ne è titolare, la cui precisa identità è tuttavia indifferente per la società.

Chiarita così l'estraneità delle azioni redimibili rispetto al processo di codificazione post-riforma si rende quindi necessario precisare se, ed eventualmente per quale via, l'emissione di azioni redimibili possa dirsi pratica legittima nel nostro ordinamento e, in questo caso, entro quali spazi e con quali limiti si debba muovere l'autonomia statutaria nel tratteggiarne la relativa regolamentazione anche attraverso il ricorso all'analogia con gli istituti che presentano rispetto ad esse un maggior grado di vicinanza.

A questi interrogativi si cercherà di dare risposta nelle pagine che seguono; prima, però, pare opportuno operare un breve richiamo ad altri istituti del diritto societario che prevedono forme di riscatto obbligatorio al fine di verificare quale sia la loro rilevanza ai fini della presente analisi.

2.4. Le ipotesi “codificate” di riscatto obbligatorio

Nonostante le azioni redimibili non godano, come poc'anzi dimostrato, di un espresso riconoscimento normativo, è possibile rinvenire nel nostro

¹⁶¹ Questa soluzione d'altronde, è suggerita dalla stessa relazione illustrativa al progetto di riforma la quale, con riferimento alle azioni riscattabili, ha cura di precisare come il loro utilizzo si riveli utile «in circostanze come quelle in cui la partecipazione del socio si spiega alla luce di rapporti extrasociali, per esempio di lavoro o di fornitura». In questo senso, le azioni riscattabili ben si prestano, come già rilevato, a essere in caso di emissione di azioni con obbligo di prestazioni accessorie, sul tema di veda PATRIARCA, *C'è un futuro per le prestazioni accessorie?*, cit., 337 e ss.

¹⁶² Cfr. precedente nota 48.

ordinamento forme di riscatto obbligatorio di cui possono beneficiare tutti gli azionisti che si vengano a trovare nella particolare situazione prevista della norma. Ci si riferisce, in particolare, alle ipotesi di cui agli articoli 2355-*bis* comma secondo (diritto al riscatto in caso di clausole di mero gradimento che limitano la circolazione delle azioni), 2505-*bis* (diritto al riscatto del socio di minoranza di società incorporanda posseduta almeno per il 90% da altra società quando la fusione viene attuata con talune semplificazioni procedurali)¹⁶³ e 2506-*bis* (diritto al riscatto del socio dissenziente della società scissa in caso scissione non proporzionale) del codice civile¹⁶⁴. In termini generali, tali previsioni si collocano su una linea di continuità con le azioni redimibili in quanto mirano a tutelare il “diritto al disinvestimento” dell’azionista in particolari situazioni in cui egli rischia di restare “prigioniero” del proprio investimento o vederne radicalmente mutato l’oggetto senza l’assistenza delle garanzie normalmente previste a tale scopo.

Così, con riguardo all’ipotesi di cui all’art. 2355-*bis*, l’obbligo di riscatto (da porsi alternativamente a carico della società o dei soci¹⁶⁵) viene introdotto al fine di bilanciare la possibilità per gli altri soci o per la società di avere il pieno

¹⁶³ Giusta il richiamo di cui all’art. 2506-*ter* ultimo comma, la medesima tutela deve ritenersi applicabile anche nel caso in cui si adottino le medesime semplificazioni procedurali nell’ipotesi di scissione a favore di società beneficiaria esistente che già possieda almeno il 90% delle azioni della scissa.

¹⁶⁴ Come già rilevato, al di fuori del codice civile, sono rinvenibili altre ipotesi legali di riscatto (extra-statutario) obbligatorio quali quelle di cui agli articoli 106 e 108 del TUF. Tali ipotesi, tuttavia, non sono prese in esame ai fini del presente paragrafo in quanto, in virtù della loro specialità, hanno una limitata valenza sistematica. Inoltre, come già messo in luce (cfr. precedente nota 75) esse assumono esclusivamente valenza “verticale”, non prevedendo alcuna possibilità di riscatto a carico della società; pertanto, anche sotto questo profilo, la loro utilità ai fini dello studio delle azioni redimibili è piuttosto limitata.

¹⁶⁵ Per quanto riguarda la ripartizione dell’onere di acquisto tra società e soci si vedano le considerazioni svolte, con valenza generale per le azioni redimibili, al successivo Paragrafo 3.3. Inoltre, ancorché non prevista dalla lettera della norma, è ammessa anche la possibilità che l’obbligo di acquisto sia soddisfatto da un terzo (mediante previsione che obblighi la società o soci a procurare il suo consenso al trasferimento al fine di assicurare la tutela del socio uscente), cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 32, *Condizioni di efficacia della clausola di mero gradimento nella S.p.A.*, in *Massime notarili in materia societaria*, cit; del medesimo avviso STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – Ghezzi – Notari, cit., 580; ABRIANI, *Gli adeguamenti obbligatori degli statuti delle società di capitali alla riforma del diritto societario*, in *Società*, 2003, 1304 *contra* PASQUARIELLO, *sub art. 2355-bis*, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, I, Torino, 2009, 371.

controllo, tramite la clausola di mero gradimento, sui futuri trasferimenti delle azioni: l'obbligo di riscatto sorge, quindi, con il diniego del gradimento. Il relativo acquisto, tuttavia, non è automatico ma consegue alla formulazione dell'offerta di acquisto da parte del soggetto a ciò obbligato¹⁶⁶.

A tal riguardo, occorre dar conto di quell'opinione secondo cui la possibilità, qui espressamente consentita, di porre a carico della società un obbligo statutario di riscatto ha valenza eccezionale e si giustifica unicamente alla luce del fatto che, pel tramite di questo articolo, il legislatore ha inteso riabilitare una pattuizione, quale la clausola di mero gradimento, per lungo considerata illegittima e gravemente penalizzante per il socio¹⁶⁷. Il rilievo poco sopra riportato deporrebbe quindi in senso sfavorevole alla legittimità delle azioni redimibili nel nostro ordinamento; nondimeno si ritiene che esso possa essere superato in forza di ben più pregnanti considerazioni sistematiche relative alla meritevolezza della tutela, attraverso forme di autoregolamentazione statutaria, del diritto al disinvestimento¹⁶⁸ nonché, come si avrà modo di meglio chiarire nel prosieguo, in considerazione del fatto che l'esigenza di tutelare l'integrità del patrimonio sociale (per l'ipotesi in cui il riscatto sia posto a carico della società) è da ritenersi soddisfatta

¹⁶⁶ Cfr. STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis*, cit., 579. In mancanza di tale offerta, il diniego del gradimento è da considerarsi inefficace e, pertanto, il socio uscente è libero di procedere alla cessione della partecipazione a favore dell'acquirente inizialmente individuato. Tuttavia, se nel frattempo è venuta meno la possibilità di perfezionare la compravendita, il socio uscente può tutelarsi ricorrendo alla tutela in forma specifica di cui all'art. 2932 c.c. nei confronti dei soggetti onerati (cfr. in merito anche quanto detto *infra* al successivo Paragrafo 3.1).

¹⁶⁷ Cfr. PATRIARCA, *C'è un futuro per le prestazioni accessorie?*, cit., 331. Più in generale, è diffusa in dottrina l'opinione secondo cui l'inserimento in statuto di un obbligo di acquisto delle azioni a carico della società, al di fuori delle ipotesi espressamente previste dal legislatore, sarebbe problematico in quanto privo di un diffuso riconoscimento di legittimità nell'ordinamento (cfr., *ex multis*, STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis*, cit., 575; TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, cit., 617; CORAPI, *Clausole di mero gradimento e clausole di prelazione dopo la riforma societaria*, in *Società*, 2005, 833 ss.; BUSI, *Clausole di prelazione statutaria nella s.p.a.*, in *Riv. not.*, 2005, 453 ss.; GHIGLIONE, *Introduzione di clausole di prelazione nello statuto di società di capitali*, in *Società*, 2002, 605 ss.; CALLEGARI, *Le azioni e le regole di circolazione*, in *La riforma delle società*, a cura di Ambrosini, Torino, 2003, 115 ss.; GATTI, *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il d. lgs. n. 6 del 2003*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 16 ss.).

¹⁶⁸ Cfr. quanto detto *supra* al Capitolo I in relazione all'ampia tutela accordata nell'ordinamento post-riforma al *diritto al disinvestimento* e alla valorizzazione operata in relazione al diritto di recesso.

mediante il ricorso alla disciplina che limita l'utilizzo delle risorse che si rendono necessarie per procedere al riscatto¹⁶⁹. Da ultimo, è significativo altresì notare come, in alternativa all'obbligo di riscatto, la legge preveda la possibilità che al socio sia riconosciuto il diritto di recesso, così confermando ancora una volta la contiguità funzionale tra i due istituti¹⁷⁰.

Per altro verso, nell'ipotesi di cui all'art. 2505-*bis*, l'obbligo di riscatto viene introdotto quale forma alternativa di tutela del socio di minoranza di una società che si appresti ad essere incorporata da altra società che ne possiede almeno il 90%¹⁷¹. In questo caso, infatti, il legislatore prevede che la società incorporante – al fine di potersi avvalere di alcune significative semplificazioni che garantiscono maggior speditezza al procedimento di fusione e riducono sensibilmente gli oneri a carico della società incorporanda¹⁷² – debba riconoscere ai soci minoranza «il diritto di far

¹⁶⁹ Tale disciplina, già espressamente richiamata dall'articolo 2437-*sexies* con riferimento alle azioni riscattabili, è da ritenersi parimenti applicabile anche alle azioni redimibili. Cfr. quanto detto *infra* al successivo Paragrafo 3.1.

¹⁷⁰ È opportuno rilevare, tuttavia, come la scelta di attribuire un diritto di riscatto in luogo di un diritto di recesso in caso di diniego del consenso al trasferimento delle azioni non sia del tutto indifferente e priva di conseguenze. Infatti, vi sono argomenti per ritenere che solo nel caso in cui sia concesso un diritto di recesso si possa giungere – quale *extrema ratio* per procedere alla liquidazione del socio uscente – alla riduzione del capitale sociale o fin anco alla scioglimento della società a norma dell'art. 2437-*quater* comma sesto. In caso contrario, ove si opti per un obbligo di acquisto a carico della società, pare più corretto ritenere che trovino applicazione solamente le norme dettate in relazione all'acquisto di proprie (art. 2357) e che, pertanto, in caso di incapienza delle risorse disponibili alla società il socio possa legittimamente procedere all'alienazione della partecipazione in favore del socio "sgradito". Cfr., in argomento, MALTONI, *La clausola di mero gradimento "all'italiana"*, in *Riv. not.*, 2004, 1384 quanto detto al successivo Paragrafo 2.6.

¹⁷¹ La norma, peraltro, è ritenuta suscettibile di interpretazione analogica e applicabile anche nel caso in cui il possesso del novanta per cento del capitale della incorporanda risiede non già in capo alla incorporante, ma in capo alla società che ne detiene l'intero capitale sociale (cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 98, *Incorporazione di società posseduta al novanta per cento dalla controllante totalitaria dell'incorporante*) in *Massime notarili in materia societaria*, cit.

¹⁷² Il novero delle semplificazioni procedurali per le ipotesi di incorporazione di società possedute al 90% è stato recentemente ampliato dal d.lg. n. 123 del 22 giugno 2012 che, al fine di rendere più snello il processo, ha affiancato all'omissione della relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-*sexies* anche la possibilità per le società partecipanti alla fusione di astenersi dalla predisposizione della situazione patrimoniale (2501-*quater*), dalla relazione dell'organo amministrativo (2501-*quinquies*) nonché dal deposito degli atti durante i trenta giorni che precedono la decisione in ordine alla fusione. Alla luce di questi ulteriori sgravi procedurali, che si traducono in una ancor più significativa diminuzione dei presidi a tutela

acquistare le loro azioni o quote dalla società incorporante¹⁷³». Anche in questa circostanza, dunque, il diritto di riscatto viene introdotto per bilanciare i rapporti di forza fra socio (o soci) di minoranza e società/compagine sociale maggioritaria a fronte di particolari compressioni delle prerogative che normalmente sarebbero riconosciute al contraente debole. Diversamente dall'ipotesi di cui all'art. 2355-*bis*, la norma sembra qui richiedere che venga formulata una vera e propria opzione di vendita che si perfeziona con il solo consenso del socio di minoranza, ferma restando la necessità di compiere le formalità richieste dal regime di emissione delle azioni¹⁷⁴. Sotto questo profilo, dunque, il socio cui è riconosciuto il «diritto a far acquistare» la

dell'interesse del socio di minoranza, l'obbligo di riscatto vede quindi riconfermata la sua funzione di garanzia e tutela del valore dell'investimento.

¹⁷³ Sul punto mette conto segnalare che, in via interpretativa si è ritenuto legittima la possibilità di prevedere che l'obbligo di riscatto possa essere posto anche a capo dei soci dell'incorporante (con il loro consenso) ovvero che la società, quale prima obbligata all'acquisto, possa a sua volta indicare un proprio socio o un terzo (con il rispettivo consenso) quali soggetti obbligati in sua sostituzione (cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 58, *Incorporazione di società possedute almeno al novanta per cento (2505-bis c.c.)* in *Massime notarili in materia societaria*, cit.; *contra* FERRI G. JR. – GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori*, in *Il nuovo diritto delle società*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, cit., 249).

¹⁷⁴ Cfr. BRODASCA, *sub* art. 2505-*bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, cit., 1001 ss. ove l'autrice rileva altresì come tale opzione di vendita (c.d. *put*) abbia verosimilmente efficacia obbligatoria in quanto contenuta nel progetto di fusione e non nello statuto (cfr. in merito anche quanto detto *infra* al successivo Paragrafo 3.1). Con riguardo alla procedura di acquisto, sulla base di un'interpretazione teleologica della norma, è ragionevole ritenere che, per la tutela degli interessi del socio di minoranza, il termine per procedere all'acquisto da indicarsi nel progetto di fusione debba essere antecedente rispetto alla stipula dell'atto di fusione ma che, tuttavia, la sua mancata formalizzazione (anche qualora dovuta a contestazione sull'importo del corrispettivo da versarsi) non impedisca il perfezionamento della fusione (cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Incorporazione di società possedute almeno al novanta per cento (2505-bis c.c.)* in *Massime notarili in materia societaria*, cit. a mente della quale «ritenere il contrario significherebbe vanificare lo scopo della norma che vuole favorire, sveltire e semplificare il procedimento di fusione nel caso di incorporazione di società possedute al novanta per cento anche e soprattutto nel caso in cui alcuni soci di minoranza delle società incorporande si oppongano alla fusione e non siano disposti a collaborare alla sollecita definizione del procedimento»). La posizione appare coerente con la *ratio* che emerge dal complesso delle norme sulla fusione – volte a dare certezza alle tempistiche dell'operazione e alla gestione del significativo complesso di rapporti attivi e passivi che ne sono interessati – nondimeno, non ci può esimere dal rilevare come, in questo caso, il “diritto al disinvestimento” del singolo venga sacrificato ai fini di una maggior tutela dell'interesse sociale e della maggioranza dei soci (fermo restando che il socio uscente potrà tutelarsi in via giudiziale in caso di comportamenti in malafede o comunque lesivi del suo diritto).

propria partecipazione gode di una tutela più forte rispetto a quella garantita dall'art. art. 2355-*bis* e più vicina a quella, avente natura potestativa, riconosciuta dall'art. 2437-*sexies* al soggetto riscattante nei confronti del titolare di azioni riscattabili¹⁷⁵.

Simili considerazioni possono essere fatte in relazione alla fattispecie di cui all'art. 2506-*bis* comma quarto ove il diritto al riscatto tutela il "diritto al disinvestimento" dei soci che non abbiano approvato un progetto di scissione non proporzionale¹⁷⁶. Anche in questo caso, infatti, l'obbligo di acquisto, che sorge con l'approvazione della delibera di scissione, si traduce in un'opzione di vendita secondo i termini indicati nel progetto cui faranno seguito le formalità richieste dal regime di emissione delle azioni¹⁷⁷. Con riguardo, invece, ai presupposti collegati al riscatto, vale la pena evidenziare come essa ricalchi le tipiche ipotesi di recesso di cui all'art. 2437, atteso che il diritto al riscatto è riconosciuto in capo a coloro che non abbiano concorso all'assunzione di una delibera, quale quella di scissione, avente un impatto molto rilevante sulla vita sociale¹⁷⁸.

Quanto al corrispettivo da riconoscersi a fronte dell'esercizio del riscatto, le tre norme sono allineate nel richiedere che esso sia determinato sulla base dei criteri previsti per le ipotesi di recesso. Il requisito non stupisce atteso

¹⁷⁵ Non vi è dubbio, tuttavia, che il *potere di riscatto* attribuito dall'art. 2437-*sexies* abbia efficacia reale mentre, come rilevato (cfr. *supra* nota 174), si registrano perplessità in merito all'efficacia reale del *diritto al riscatto* di cui all'art. 2505-*bis*.

¹⁷⁶ Da notare come in questo caso la norma non dia indicazioni sui soggetti che possono farsi carico dell'obbligo di acquisto, lasciando così sul punto ampia discrezionalità al progetto di scissione; a riguardo pare tuttavia potersi fare riferimento alle medesime considerazioni svolte in relazione alla fattispecie di cui all'art. 2505-*bis* (cfr. *supra* nota 173).

¹⁷⁷ Anche con riferimento a questa ipotesi, pertanto, si pone l'interrogativo se l'eventuale inadempimento dei soggetti obbligati al riscatto e, quindi la mancata soddisfazione del socio, possano costituire elemento ostativo al perfezionamento del progetto di scissione. Considerazioni simili a quelle svolte in relazione all'ipotesi di cui all'articolo 2505-*bis* (cfr. *supra* nota 174) fanno propendere per la tesi negativa (in questo senso, prima della riforma, PALMIERI, *Scissione di società e circolazione di azienda*, Torino, 1999, 1514). Si registrano, tuttavia, anche opinioni di segno contrario (cfr. PICONE, *sub art. 2506-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, cit., 1133).

¹⁷⁸ La scelta del legislatore di concedere un diritto al riscatto in luogo di un più tradizionale diritto di recesso potrebbe forse spiegarsi alla luce dell'esigenza di garantire una maggior discrezionalità sulla scelta del soggetto che dovrà farsi carico dell'acquisto, il cui nominativo deve essere indicato nel progetto di scissione e per il quale, come visto (cfr. *supra* nota 176) il dato normativo non pone particolari limitazioni.

che, come visto, il riscatto obbligatorio tipizzato nel codice civile tutela, su un piano meramente finanziario, gli interessi del socio di minoranza avverso decisione maturate *aliunde* che questi si trova a subire e rispetto alle quali l'unico rimedio è rappresentato da un *exit* che tuteli adeguatamente il valore del suo *investimento*¹⁷⁹ attraverso un solido ancoraggio ai criteri del *fair value*¹⁸⁰.

Nel complesso, i tre istituti mostrano dunque come il riscatto obbligatorio non sia figura del tutto sconosciuta al nostro ordinamento anche se, a differenza di quanto avviene per le azioni riscattabili (ma in sintonia con quanto avveniva per il riscatto “finalizzato” nel quadro pre-riforma), il suo riconoscimento normativo è limitato ad ipotesi circoscritte e prive di valenza generale. Alla luce di questo ulteriore elemento, non resta quindi che trarre le dovute conclusioni dalle considerazioni svolte finora e pronunciarsi in ordine all'ammissibilità delle azioni redimibili nel nostro sistema di regole societarie.

2.5. Considerazioni generali in ordine alla legittimità delle azioni redimibili nell'ordinamento italiano. La figura del socio “ad tempus”

Si è già visto come la fattispecie di cui all'art. 2437-*sexies* non possa costituire elemento sufficiente per legittimare l'utilizzo delle azioni riscattabili nel nostro ordinamento; alla luce di ciò, occorre interrogarsi su quale sia la portata sistematica di tale disposizione e, in particolare, chiarire se essa contenga una tipizzazione dell'unica forma di riscatto azionario ad oggi ammissibile – e, pertanto, rappresenti un limite implicito alla creazione di azioni riscattabili (o redimibili) atipiche¹⁸¹ – o se, viceversa, la stessa

¹⁷⁹ È evidente, infatti, come in questa circostanza la partecipazione rilevi essenzialmente quale investimento, quindi sotto un profilo finanziario e lucrativo, non potendosi di contro valorizzare i suoi profili “amministrativi”, destinati a soccombere a fronte della diversa volontà espressa dalla maggioranza.

¹⁸⁰ La considerazione non è priva di rilievo in quanto, come si vedrà a breve, considerazioni in parte diverse valgono ai fini della determinazione del corrispettivo da pagarsi per il riscatto di azioni redimibili la cui emissione non sia collegata a simili ragioni di tutela.

¹⁸¹ Questa sembra essere l'opinione di DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-*sexies* c.c.*, cit. per il quale «il legislatore, anche della riforma societaria, quando ha voluto attribuire al socio di società di capitali un diritto potestativo strumentale all'altrui acquisto della propria partecipazione sociale, non ha fatto

costituisca più semplicemente un'esemplificazione di uno dei possibili impieghi della clausola di riscatto, dalla quale è lecito discostarsi nel rispetto dei vincoli inderogabili imposti dal tipo societario¹⁸².

La prima soluzione appare invero difficilmente sostenibile posto che nella fattispecie di cui all'art. 2437-*sexies* non si ravvisa alcuna limitazione "assoluta" all'emissione di azioni redimibili, né si comprende come una loro introduzione nel nostro ordinamento possa violare, da un punto di vista generale e astratto, quei «limiti imposti dalla legge»¹⁸³ che il legislatore ha genericamente individuato all'art. 2348 quale argine della libertà statutaria nella creazione di categorie azionarie atipiche. Al contrario, come già più volte evidenziato¹⁸⁴, l'introduzione delle azioni redimibili nel nostro ordinamento sembra sposarsi perfettamente con le linee ispiratrici del progetto di riforma realizzandone pienamente gli obiettivi di ampliamento dei canali di finanziamento d'impresa e di maggior controllo sul processo di investimento/disinvestimento.

Alla luce di quanto precede, deve quindi concludersi che la fattispecie di cui all'art. 2437-*sexies* non osta alla creazione di categorie di azioni dotate di

ricorso al concetto di "riscatto" (o azioni "riscattabili"), utilizzato solo nell'art. 2437 *sexies* c.c. (oltre all'art. 2357 *bis*, comma 1, c.c.) ma ha usato una formula generica in termini di mero "diritto...di far acquistare" le proprie partecipazioni (art. 2505 *bis*, comma 1, c.c., in tema di fusione semplificata e 2506-*bis*, comma 4, in tema di scissione non proporzionale)); sulla stessa linea anche PATRIARCA, *C'è un futuro per le prestazioni accessorie?*, cit., 331.

¹⁸² La questione è stata sollevata in dottrina già nel periodo immediatamente successivo all'entrata in vigore della riforma, si veda, ad esempio, CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, cit., 50 il quale si chiede «se ed entro quale misura lo iato tra tipizzazione legislativa e tipizzazione operata dal diritto vivente, anteriore alla riforma, possa essere colmato in via interpretativa e, in particolare, se siano legittime clausole statutarie che impongano in capo alla società o ai soci un obbligo di acquisto delle azioni». In anni più recenti, si vadano anche le osservazioni di DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, cit., 273 ss. il quale, tuttavia, oltre che sul rapporto tra fattispecie *ex art.* 2437-*sexies* e azioni redimibili, si chiede quali siano gli spazi di autonomia all'interno della fattispecie tipica e, quindi, se sia possibile procedere all'emissione di azioni riscattabili che si discostino dalle caratteristiche previste dal legislatore giungendo, con riferimento a quest'ultimo interrogativo, a dare una risposta negativa.

¹⁸³ Tali limiti rilevano, invece, in sede di determinazione della disciplina applicabile alle azioni redimibili, cfr. quanto detto *infra* al successivo Capitolo III.

¹⁸⁴ Cfr. quanto detto *supra* al Capitolo I.

calusole di riscatto atipico¹⁸⁵ ma, al contrario, si limita a far riferimento ad un particolare tipo azionario che, nelle parole della relazione illustrativa al progetto di riforma, rientra nel novero delle «ipotesi che, per la loro utilità o per i problemi interpretativi cui hanno dato luogo, meritano una diretta considerazione» senza pregiudizio per «la possibilità di elaborare nuove forme di categorie di azioni rispetto a quelle già riconosciute»¹⁸⁶.

Tale accertata legittimità delle azioni redimibili impone alcune riflessioni di carattere generale sull'evoluzione del rapporto tra socio e società cui si ritiene opportuno fare cenno. In primo luogo, occorre rilevare come le azioni redimibili, incorporando un vero e proprio "diritto al disinvestimento", favoriscano il consolidarsi di una figura nuova, e del tutto peculiare, nel nostro ordinamento, quale quella del socio *ad tempus*, ovvero di colui che, già nel momento in cui entra a far parte della compagine sociale, lo fa con una prospettiva temporale determinata che viene ad assumere rilievo statutario¹⁸⁷. La circostanza suddetta pone delicati problemi di *corporate*

¹⁸⁵ In questo senso CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, cit., 195 e ss. per la quale «sembra invero che la norma non possa avere altro significato che quello di disciplinare specifici aspetti di un istituto di cui si postula l'ammissibilità *in termini generali*». Favorevoli alla legittimità delle azioni redimibili anche, CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*; cit.172; DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, cit., 273; VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit. 97 ss.; LA LICATA, *La struttura finanziaria della società bancaria*, cit., 225; SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit.,144 e ss; TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni*, cit., 971 e ss.; GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 172 e ss.; PACIELLO, *sub. Art. 2437-sexies*, cit.; PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, Napoli, 2005, 33.

¹⁸⁶ Scrive in proposito CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, cit., 195, «Il legislatore, dunque, si è limitato a recepire, almeno in parte, quanto già la dottrina ante riforma aveva assunto in ordine alla clausola di riscatto, senza alcuna pretesa di esaurire, con le sintetiche regole appena richiamate, l'intero ambito funzionale della figura, potendo soltanto la prassi statutaria idoneamente tratteggiarne la regolamentazione». Cfr. anche ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale – Le società per azioni*, IV, a cura di Abriani – Ambrosini – Montalenti – Cagnasso, Padova, 2010, 324 il quale identifica il fondamento delle azioni redimibili nel principio di atipicità delle categorie azionarie di cui all'articolo 2348 c.c.

¹⁸⁷ Tale considerazione si inserisce in un più ampio quadro di progressiva erosione delle caratteristiche che connotano lo *status* di socio, dovuto principalmente all'accresciuta libertà statutaria la quale ha fatto sì che il novero dei diritti e degli obblighi riconducibili allo *status* del socio assumesse una "geometria variabile" tale per cui si è arrivati perfino a prospettare l'ipotesi che possano esistere azionisti non soci (cfr. OPPO, *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, cit., 715 e ss.). Sulla

governance nella misura in cui presta il fianco a comportamenti di tipo opportunistico da parte del soggetto che, fin da principio, conosce tempi e modalità del proprio disinvestimento il cui interesse, evidentemente, potrebbe entrare in conflitto con quello dei soci ordinari¹⁸⁸.

Tali preoccupazioni, tuttavia, non appaiono idonee a scalfire la legittimità dello strumento in analisi, ben potendo essere gestite mediante il ricorso a principi generali dell'ordinamento¹⁸⁹ e temperati mediante un accorto esercizio dell'autonomia statutaria¹⁹⁰. Così, ad esempio, i diritti e le prerogative riconosciuti in capo al titolare di azioni redimibili, primo tra tutti il diritto di voto, potranno essere limitati o esclusi al verificarsi di particolari circostanze o in relazione a particolari argomenti che, per loro natura o in ragione del particolare oggetto sociale, costituiscono terreno di elezione dei conflitti fra soci investitori e imprenditori¹⁹¹. Fermo quanto sopra, non ci si può esimere dal rilevare come l'emissione di azioni redimibili contribuisca a complicare ulteriormente il quadro dei rapporti e delle relazioni che si dipanano dal contratto sociale (e che costituiscono un tutt'uno con esso) cui

possibilità di creare categorie di azioni *ad tempus* si veda specificatamente PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Padova, 1992, 83 ss. e 97 ss.

¹⁸⁸ La questione assume particolare rilievo in taluni casi limite ove, ad esempio, azioni redimibili rappresentative della maggioranza (anche relativa) del capitale vengano a trovarsi nella titolarità di un unico socio.

¹⁸⁹ Il riferimento è anzitutto al principio di correttezza e buona fede cui si devono conformare tutte le relazioni contrattuali e, in secondo luogo, con specifico riferimento al contesto societario, alle norme che disciplinano l'esercizio del diritto di voto, tanto in sede assembleare quanto in sede consiliare, da parte di soggetti che versano in una situazione di conflitto di interessi.

¹⁹⁰ Significativa è, in questo senso, l'annotazione che in altri ordinamenti, come quello francese, l'apposizione della clausola di riscatto era originariamente prevista solo per le azioni privilegiate ovvero per azioni che erano prive del diritto di voto o che prevedevano un diritto di voto limitato.

¹⁹¹ Scrive in proposito CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, cit., 205 e ss. «il riconoscimento della piena legittimità dei limiti al diritto di voto può leggersi, nella sottolineata prospettiva del *favor* legislativo per l'ampliamento delle tecniche di finanziamento alle imprese, come volontà di perseguire il mantenimento dell'equilibrio degli assetti di potere all'interno delle società senza necessario ridimensionamento degli assetti proprietari, che assecondano l'esigenza di afflusso di capitale di rischio alle imprese. [...]. Si accentua così la natura ibrida delle azioni riscattabili, per le quali la limitazione della *Stimmkraft* si giustifica con la prevalenza dello scopo di finanziamento su quello di carattere partecipativo».

si fa talvolta riferimento con la nozione di *nexus of contracts*¹⁹². Tale circostanza, tuttavia altro non è se non la fisiologica conseguenza del nuovo modello di società per azioni che emerge dal quadro di riforma¹⁹³ e, in quanto tale, va considerata quale naturale evoluzione del modello cui sono ispirati i rapporti tra soci, società e, più in generale, portatori di interessi nell'impresa (non già come un indice della scarsa appetibilità dello strumento).

Sotto altro profilo, occorre dar conto di come, sulla base delle caratteristiche fin qui enucleate, parte della dottrina abbia manifestato dei dubbi in merito alla possibilità di riconoscere in capo al titolare di azioni redimibili lo *status* di azionista assimilandone in qualche misura la posizione a quella del portatore di strumenti finanziari partecipativi con obbligo di rimborso¹⁹⁴. Tale posizione, tuttavia, non pare condivisibile atteso che la natura temporanea che la partecipazione viene ad assumere fin dalla sua genesi non sembra idonea a modificare il rapporto che si viene a creare con la società a tal punto da renderlo dissimile da quello in essere con gli altri soci¹⁹⁵. In particolare, la circostanza che le azioni incorporino un diritto di riscatto a favore del socio sottoscrittore non sembra argomento sufficiente per negare l'imputazione a

¹⁹² Per un inquadramento della teoria si vedano MARCHETTI, *La "nexus of contracts" theory*, Milano, 2000; ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, Torino, 2004, 101 ss.; favorevoli a descrivere il fenomeno societario in termini di *nexus of contracts* PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit. 1314; ZOPPINI, *Due note in tema di interesse sociale e finanziamento delle società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, cit., 274; leggermente diversa la posizione di OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, cit., 57 il quale sostiene che «non è cioè la società che è un intreccio di rapporti [...] ma la società è in un intreccio di rapporti».

¹⁹³ Cfr. *supra* Paragrafo 1.1.

¹⁹⁴ Cfr. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, cit., 279 secondo cui «la predeterminazione della data e del prezzo di riscatto ha l'effetto di ricondurre il rapporto sottostante all'emissione delle azioni riscattabili nell'alveo dei contratti di credito o, quantomeno, tra quelli con causa mista associativa e di credito, con la conseguenza che tali strumenti finanziari, nonostante la loro denominazione, avrebbero natura ibrida o di titoli di debito e non sarebbero assoggettati alla disciplina delle azioni».

¹⁹⁵ Particolari cautele, tuttavia, dovranno adoperarsi nel disciplinare il meccanismo di disinvestimento e, in particolare, la determinazione del corrispettivo del riscatto al fine di evitare censure sotto il profilo della violazione del divieto di patto leonino. Cfr., in proposito, quanto si dirà *infra* al successivo Paragrafo 3.5.

capitale dei relativi apporti¹⁹⁶ con l'assoggettamento degli stessi ai vincoli che ne derivano¹⁹⁷. Allo stesso modo, non pare potersi negare al titolare di azioni riscattabili quella qualifica di *residual claimant*¹⁹⁸ tale per cui la sua soddisfazione, in sede di liquidazione della partecipazione, è postergata rispetto a quella degli altri creditori¹⁹⁹. L'unica differenza è rappresentata dal fatto che, nella fattispecie che ci occupa, la postergazione del sottoscrittore di azioni redimibili rispetto ad altri soggetti non viene in rilievo, come normalmente accade, al momento dello scioglimento della società ma alla data in cui avviene il riscatto, in analogia con quanto avviene al momento del recesso, in relazione al quale, d'altro canto, non si è mai messo in dubbio il riconoscimento della piena titolarità dello *status* di socio.

Ciò chiarito, non resta che interrogarsi su quale debba essere e come debba essere ricostruita la disciplina applicabile alle azioni redimibili. Tale argomento sarà oggetto di approfondita analisi nel corso del successivo capitolo; in questa sede, tuttavia, si rendono opportune alcune considerazioni

¹⁹⁶ Occorre tuttavia segnalare che una ulteriore complessità è rappresentata in materia dai problemi di contabilizzazione posti dall'emissione di azioni redimibili. Sul punto si veda tuttavia quanto detto *infra* al successivo Paragrafo 3.6.

¹⁹⁷ L'imputazione a capitale degli apporti conferiti è stata individuata quale caratteristica essenziale al fine di distinguere la figura del socio dagli altri soggetti che, a vario titolo, apportano risorse alla società di capitali. Cfr. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 72 e ss. e FORTUNATO, *Riflessioni generali*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. Cian, Padova, 2004, 269 s.s.; FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, 86 e ss.; LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., 520 e ss.; MAFFEI ALBERTI, *Considerazioni introduttive*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, cit., 245; OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 65 ss, il quale tuttavia rinviene nel conferimento anche una necessaria dimensione *negoziale* data dalla volontà di destinare tale risorsa all'esercizio in comune di un'attività economica.

¹⁹⁸ Il termine è mutuato dalla dottrina anglosassone che utilizza questa definizione in opposizione a quella dei creditori sociali, indicati come *fixed claimant*. La distinzione, tuttavia, ha perso molto di significato alla luce delle novità introdotte con la riforma del diritto societario che hanno consentito ai prestatori di capitale di debito di subordinare il rimborso dei propri titoli ad eventi legati alla vita (e al rischio) d'impresa ed è oggi utilizzata solo in via di prima approssimazione.

¹⁹⁹ Tale caratteristica rileva, evidentemente, solo nell'ipotesi in cui il riscatto sia posto a carico della società essendo questa l'unica circostanza in cui il diritto del socio al riscatto è suscettibile di arrecare pregiudizio agli interessi dei creditori sociali. Le modalità con le quali viene assicurata la tutela di questi attengono alla regolamentazione della fattispecie e verranno affrontate nel corso del successivo Capitolo III.

generali al fine di chiarire quale sia lo scopo e l'ambito dell'indagine. In primo luogo, occorre sottolineare come le considerazioni svolte finora abbiano chiaramente messo in luce la natura *atipica* delle azioni redimibili. Esse cioè non sono assimilabili né alla fattispecie delle azioni riscattabili di cui all'art. 2437-*sexies* né sono *de plano* riconducibili a cause convenzionali di recesso di cui all'art. 2437 comma quarto²⁰⁰ ma sono espressione della libertà concessa dall'art. 2348 alla creazione di azioni dotate di «diritti diversi» che, in quanto tali, devono essere compatibili con i principi inderogabili che governano il diritto dei contratti e dalle particolari norme applicabili al tipo societario (es. divieto di patto leonino, parità di trattamento dei soci, limiti imposti alla società per l'acquisto di proprie azioni, etc.). L'autonomia statutaria, pertanto, gode di un'ampia discrezionalità di esercizio ma, allo stesso tempo, soffre i condizionamenti di un sistema di «limiti imposti dalla legge» i cui confini non sono chiaramente delineati dal legislatore e tendono a mutare a seconda dell'uso che viene fatto dello strumento e del contesto in cui questo viene calato²⁰¹.

L'esercizio cui è chiamato l'interprete che intenda individuare un apparato di principi che presiedano all'emissione e al regolamento delle azioni redimibili è quindi, al contempo, stimolante ed insidioso e, pertanto, necessita di un preliminare chiarimento di metodo al fine di evitare possibili deformazioni o appiattimenti dello strumento verso i consolidati modelli normativi delle azioni riscattabili e del recesso da cui, in diversa misura, esso intende invece discostarsi.

²⁰⁰ Ancorché, come si è avuto modo di rilevare, l'introduzione delle cause di recesso convenzionali abbia rimosso uno dei principali ostacoli al riconoscimento della legittimità delle azioni redimibili nel nostro ordinamento. Sul rapporto tra azioni redimibili e diritto di recesso si veda quanto detto *infra* nel successivo paragrafo. In questa sede, ci si limita a rilevare come la più volte evidenziata prossimità funzionale tra azioni redimibili e diritto di recesso non deve portare a ritenere che la disciplina delle prime possa essere interamente assorbita nel secondo istituto. Tale assimilazione, infatti, non rende giustizia alle peculiarità strutturali delle azioni redimibili, in cui il diritto di *exit* è incorporato nel titolo azionario, e, soprattutto, ne irrigidisce oltremodo le possibilità di utilizzo (con riferimento, ad esempio, ai presupposti del riscatto, alla determinazione del suo corrispettivo dovuto a fronte del suo esercizio o dei soggetti legittimati all'emissione dei titoli) riducendo la nozione di “*diritto al disinvestimento*” e facendola sostanzialmente coincidere con quella propria del diritto di recesso.

²⁰¹ Cfr. quanto detto da LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema*, cit., 520 alla precedente nota 39.

Con riferimento alle azioni riscattabili e, in particolare alla disposizione di cui all'art. 2437-*sexies*, già si è detto di come questa non possa costituire norma di riferimento, neppure in via analogica, per la disciplina delle azioni redimibili. Nondimeno, è necessario prestare attenzione alle questioni interpretative sviluppatesi intorno alle azioni riscattabili²⁰² e passare in rassegna le soluzioni fornite da esse per verificare se, e in quale misura, possano essere riproposte e dove, invece, è opportuno discostarsene in virtù delle differenti *rationes* che ispirano i due istituti.

Quanto al recesso, si è rilevato come esso sia certamente l'istituto tipico più prossimo alle azioni redimibili e, in quanto tale, ad esse applicabile in via analogica. Tuttavia, occorre evitare che, per mezzo di tale interpretazione analogica, si giunga ad appiattare sul recesso la disciplina delle azioni redimibili disperdendone in questo modo le potenzialità innovative e la capacità di costituire un mezzo alternativo per la raccolta dei capitali e il finanziamento d'impresa. A questo fine, è utile mettere in relazione le due figure al fine di meglio focalizzarne il reciproco rapporto.

2.6. Diritto al riscatto e diritto al recesso. Differenze e analogie

In prima approssimazione, la vicinanza tra le azioni redimibili e il recesso si lascia apprezzare sotto un triplice profilo: in primo luogo vi è il profilo "funzionale" rappresentato dal fatto che entrambi gli istituti costituiscono strumento per la realizzazione di un "diritto al disinvestimento"; secondariamente, vi è una prossimità di ordine economico e strutturale poiché entrambi gli istituti riconoscono in capo al socio un diritto di *exit* e, conseguentemente, un diritto alla *liquidazione* della propria partecipazione; da ultimo, vi è un rapporto, per così dire, di familiarità tra i due istituti poiché, come già rilevato, le azioni redimibili nascono dalla combinazione del principio di atipicità delle categorie azionarie con il principio di libertà di determinazione delle clausole di recesso convenzionali di cui all'art. 2437 comma quarto.

²⁰² Anche perché, quanto all'oggetto, esse ricalcano, in buona parte, quelle che si pongono in relazione alla disciplina delle azioni redimibili.

Le considerazioni che precedono hanno condotto parte della dottrina, sia prima che dopo la riforma, a ritenere che la disciplina delle azioni redimibili possa essere attratta ed integralmente assorbita dalla disciplina sul recesso²⁰³.

Questa opinione, tuttavia, non convince pienamente in quanto sembra non tenere in debita considerazione alcune importanti peculiarità legate al funzionamento delle azioni redimibili che, in talune circostanze, giustificano l'adozione di una disciplina che si discosta da quella prevista agli artt. 2437 e ss. Il riferimento è, in particolare, alla disposizione che regola la procedura di liquidazione delle azioni del socio recedente (art. 2437-*quater*) la cui indiscriminata applicazione alle azioni redimibili appare incoerente dal punto di vista sistematico e ha il (non trascurabile) effetto collaterale di irrigidire in modo irragionevole la fattispecie distorcendone la funzione.

Con riguardo al primo profilo, si rileva come le ipotesi di riscatto obbligatorio previste dall'ordinamento²⁰⁴ nel fare riferimento alla liquidazione delle partecipazioni oggetto di riscatto si limitino a richiamare i criteri di determinazione del corrispettivo in caso di recesso (art. 2437-*ter*) senza far riferimento, neppure in via indiretta, alla procedura di liquidazione (art. 2437-*quater*).

La circostanza non è casuale atteso che, in tutte e tre le ipotesi, la scelta in ordine ai soggetti obbligati a procedere all'acquisto della partecipazione del

²⁰³ Cfr. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, 6, Torino, 1993, 185; FRÈ, *Società per azioni (Art. 2325-2461)*, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di Scialoja – Branca, Bologna, 1982, 756; PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, cit., 333; CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, I, 243 ss.; GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, cit. per il quale «il riscatto a richiesta è *proprio un recesso*, sia pure contraddistinto da un'autolimitazione originaria del potere di scelta della società circa il modo di liquidare il socio, con vantaggio per quest'ultimo, che può confidare nell'adozione di un certo comportamento, invece di dover attendere una decisione completamente discrezionale»; DE ANGELIS, *Dal capitale leggero al capitale sottile: si abbassa il livello di tutela dei creditori*, cit., 1460; dopo la riforma, ancora, GALLETTI, sub art. 2437-*sexies*, cit., 1636; DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 329; DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437 sexies*, cit. 421 e, soprattutto, DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, cit. 37 ss.

²⁰⁴ Cfr. *supra* Paragrafo 2.4.

socio uscente è rimessa alla libertà negoziale e, pertanto, non vi è necessità di osservare la rigida procedura di cui all'art. 2437-*quater* che vedrebbe quali soggetti chiamati all'acquisto, nell'ordine, i soci (ed eventualmente i possessori di obbligazioni convertibili), i terzi e la società²⁰⁵. Simili considerazioni, evidentemente, possono essere svolte in relazione alle azioni redimibili atteso che anche queste ultime generalmente incorporano un diritto in capo al titolare a trasferire la partecipazione a soggetti chiaramente individuati rendendo così superflua la procedura devolutiva prevista dall'art. 2437-*quater*²⁰⁶.

In secondo luogo, si osserva come, in caso di obbligo di acquisto a carico della società, la trasposizione dell'intero *corpus* della disciplina sul recesso comporterebbe l'applicazione *de plano* della disciplina di cui ai commi quinto²⁰⁷, sesto e settimo dell'art. 2437-*quater* e, pertanto, in caso di incapacienza delle risorse disponibili, il rischio per la società riscattante di dover procedere alla riduzione del capitale o, in circostanze estreme, allo scioglimento.

Tuttavia, avuto riguardo alla natura delle azioni redimibili, l'applicazione di tale disciplina appare del tutto sproporzionata. Infatti, sotto un profilo

²⁰⁵ Simili considerazioni, d'altronde, sono state svolte dalla dottrina con riguardo alle azioni riscattabili e, in particolare, al richiamo contenuto nell'art. 2437-*sexies*, all'applicazione della disciplina di cui all'art. 2437-*quater* «in quanto compatibile»; si segnala, tra gli altri, PACIELLO, *sub art. 2437 sexies*, cit., 1148 che, in sede di commento della disciplina sulle azioni riscattabili, afferma «del tutto fuori luogo è lo sbrigativo richiamo della disciplina contenuta nell'art. 2437 *quater*. [...] Difatti, sarà la stessa regola statutaria a individuare il soggetto legittimato a riscattare le azioni, selezionando automaticamente i segmenti normativi applicabili».

²⁰⁶ A tacere del fatto che, con specifico riferimento alle azioni redimibili, deve ritenersi esclusa la possibilità di configurare per via statutaria un *obbligo di riscatto* direttamente in capo a soggetti terzi e ai possessori di obbligazioni convertibili così come l'applicazione *de plano* del procedimento di liquidazione in caso di recesso lascerebbe intendere (cfr. in proposito quanto detto *infra* al Paragrafo 3.3. e alla nota 311).

²⁰⁷ Si segnala, tuttavia, che il limite di cui all'art. 2437-*quater* quinto comma – che, a sua volta, richiama il limite fissato dall'art. 2357 che stabilisce nel 20% del capitale sociale la misura massima delle azioni proprie detenibili in portafoglio – è di limitato rilievo ai fini della disciplina delle azioni redimibili. Infatti, all'esito delle recenti modifiche apportate al testo dell'art. 2357 (dapprima con il d. lgs. n. 142 del 4 agosto 2008 e, in seguito, con il d.l. n. 5 del 10 febbraio 2009) il limite quantitativo delle azioni proprie detenibili in portafoglio è applicabile solo alle società che fanno ricorso al mercato del capitale rischio per le quali, come si avrà modo di chiarire, la possibilità di emettere azioni redimibili a cura della società deve ritenersi preclusa (cfr. *infra* al successivo Paragrafo 3.1).

generale e astratto, il *diritto al riscatto* nei confronti della società si qualifica essenzialmente come un atto traslativo imposto a quest'ultima dal socio in forza di una previsione statutaria *ad hoc*, e non consiste, come avviene nel caso del recesso, in un potere di sciogliere unilateralmente il vincolo che lega il singolo socio alla società²⁰⁸. Non vi è dubbio, quindi, che elementari e inderogabili esigenze di tutela dell'integrità del capitale sociale impongano, per il riscatto di azioni redimibili, il rispetto dei limiti previsti per l'acquisto di azioni proprie alla stregua di quanto previsto nelle ipotesi di recesso²⁰⁹; d'altro canto, però, appare eccessivo prevedere che, nell'ipotesi in cui la legge non consenta alla società di procedere all'acquisto dei propri titoli, si debba addivenire a conseguenze tanto gravose per la società quali la riduzione di capitale o lo scioglimento²¹⁰, quanto meno nell'ipotesi in cui tali circostanze non rappresentino il frutto di un'esplicita volontà delle parti in tal senso²¹¹.

Da questo angolo visuale, dunque, si può apprezzare una delle più rilevanti differenze strutturali tra il riscatto obbligatorio e il recesso rappresentata dal

²⁰⁸ In questo senso BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, Tesi di dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, a.a. 2011/2012, 50 ss. il quale sottolinea altresì come la bontà di tale conclusione sia confermata anche dalla disposizione di cui all'art. 2355-*bis* che, nel menzionare la previsione di un *obbligo di acquisto* quale alternativa al recesso, non fa, come già rilevato, alcun riferimento alla procedura di cui all'art. 2437-*quater*. Nella medesima direzione militano anche le considerazioni espresse *supra* alla nota 170.

²⁰⁹ Tale esigenza, d'altronde, è emersa fin da subito anche negli ordinamenti che per primi si sono confrontati con questa fattispecie (cfr. quanto detto *supra* al Paragrafo 2.1).

²¹⁰ *Contra* SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 160ss. il quale sembra favorevole a un'applicazione *de plano* della normativa sul procedimento di liquidazione in caso di recesso.

²¹¹ Nel qual caso, pare doversi ritenere che le azioni redimibili non possano più essere qualificate come tali ma, più correttamente, quali titoli incorporanti una vera e propria causa di recesso convenzionale regolata integralmente disciplina di cui agli artt. 2437 e ss. La considerazione non è priva di rilievo atteso che, in questo caso, i titoli potrebbero essere emessi esclusivamente da società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (anche per le ipotesi in cui il riscatto non sia posto a carico della società, cfr. quanto detto *infra* al successivo Paragrafo 3.1). Inoltre, nel caso di specie, parrebbe esclusa la possibilità di prevedere clausole che invece possono caratterizzare le azioni redimibili quali, ad esempio, quelle di riscatto automatico a scadenza fissa dal momento che esse non sembrano riconducibili nella pur vasta nozione di recesso convenzionale di cui al sesto comma dell'art. 2437, non traducendosi in un vero e proprio diritto di *exit* ma, piuttosto, in un'uscita programmata preventivamente concordata tra socio e società (anche su questo punto, si veda quanto detto *infra* al Paragrafo 3.1).

fatto che il primo si traduce in un fenomeno essenzialmente negoziale la cui disciplina è rimessa in larga parte all'autonomia delle parti (cui è lasciato il compito di trovare il punto d'equilibrio tra la tutela del *diritto al disinvestimento* del socio e gli interessi degli altri soci e della società); nel caso del recesso, invece, il legislatore ha optato per una tutela "forte" del *diritto al disinvestimento* attribuendo priorità all'interesse del socio uscente rispetto alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale e accettando il rischio che, al fine di garantire piena tutela alla prima, si possa arrivare ad un sacrificio, per così dire, estremo della seconda.

Alla luce di quanto precede, pare quindi potersi concludere che le azioni redimibili, pur essendo figura contigua e per certi versi assimilabile al diritto di recesso, non possono considerarsi integralmente attratte nella disciplina riservata a quest'ultimo istituto di talché esse devono essere considerate non come semplici diritti di recesso convenzionali incorporati in un titolo²¹² ma come strumenti che, in virtù della particolare autonomia riconosciute alle parti dall'articolo 2348, possono discostarsi dalla disciplina di cui agli artt. 2437 e ss. in misura anche non trascurabile.

2.7. L'efficacia reale della clausola di riscatto inserita in statuto

Nelle pagine precedenti²¹³ si è affermato che uno dei principali vantaggi insiti nell'emissione di azioni redimibili è rappresentato dall'opponibilità *erga omnes* ed efficacia reale del relativo obbligo di riscatto²¹⁴. La circostanza

²¹² Salvo, come detto, nelle particolari circostanze in cui ciò sia il frutto di un'espressa volontà delle parti, cfr. quanto detto alla precedente nota 211.

²¹³ Cfr. *supra* Paragrafo 1.3.

²¹⁴ In proposito, meritano di essere ricordate le parole di RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 598 secondo cui «quando pertanto si contrappone la rilevanza o efficacia reale del sociale alla rilevanza o efficacia obbligatoria del parasociale, innanzitutto si intende rimarcare – è questo il primo significato della dicotomia – proprio la diversa estensione del vincolo [...] nelle due categorie: la sua tendenziale propagazione rispettivamente a tutti i soci attuali e futuri (regola sociale) o ai soli (para)soci interessati (regola parasociale). Secondariamente, la regola sociale gode di rilevanza reale, a differenza della rilevanza obbligatoria della regola parasociale, anche perché gli atti compiuti in violazione della regola sociale spesso incontrano la sanzione dell'invalidità e/o dell'inefficacia, mentre quelli che violano la regola parasociale restano perfettamente validi ed efficaci e danno luogo soltanto ad un inadempimento [...]. In terzo luogo, e come ulteriore sviluppo del secondo significato, per

appare pacifica e non suscettibile di eccezioni; tuttavia, è opportuno rendere conto delle motivazioni che giustificano tale affermazione anche alla luce della non unanimità delle posizioni che si registrano sul punto nella letteratura pre-riforma.

In particolare, traendo argomenti dall'impossibilità di prevedere obblighi di versamento a carico dei soci ulteriori rispetto ai conferimenti, è stato evidenziato come la previsione di un obbligo di riscatto in capo a questi ultimi non possa assumere rilevanza sociale²¹⁵, potendo tutt'al più essere degradata al rango parasociale²¹⁶.

All'esito della riforma, vi sono tuttavia indici normativi sufficienti per ritenere la posizione non altrimenti sostenibile: si è visto, infatti, come la disposizione di cui all'art. 2355-*bis* preveda oggi espressamente la possibilità di inserire in statuto un obbligo di acquisto a carico dei soci, fugando così ogni dubbio

rilievo o rilevanza reale della regola sociale, diversamente da quella parasociale, si intende denotare l'opponibilità della stessa ai terzi che entrano in contatto con la società: nel senso che la violazione della regola sociale può comportare delle conseguenze pregiudizievoli anche per costoro, i quali non possono addurre la loro posizione di terzi rispetto al patto sociale per eludere tali conseguenze».

²¹⁵ Cfr. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, cit., 142 ss. L'argomento – che si fonda sulla concezione secondo cui la mera collocazione di una pattuizione nello statuto non è sufficiente a conferire alla stessa efficacia reale – sembra attingere sia alla teoria della c.d. *direzione del vincolo*, per la quale gli obblighi tra soci non possono assumere rilievo sociale, sia, più marcatamente, alla teoria c.d. *funzionale* per la quale l'imposizione ai soci di obblighi di versamento ulteriori rispetto al conferimento sarebbe incompatibile con i tipi societari delle società di capitali (cfr. *supra* nota 41 per gli opportuni riferimenti). Nello stesso senso anche SANTOSUOSSO, *Il principio della libera trasferibilità delle azioni. Eccesso di potere nelle modifiche alla circolazione*, Milano, 1993, 309 il quale, tuttavia, prende a riferimento il modello della clausola di riscatto che caratterizza le azioni riscattabili.

²¹⁶ A questo riguardo, si rileva come, nell'attuale ordinamento, la sottoposizione della azioni redimibili alla disciplina dei patti parasociali di cui all'art. 2341-*bis* c.c. (o, indifferentemente, di cui all'art. 122 del TUF) appaia quantomeno dubbia atteso che il diritto al riscatto riconosciuto al titolare non sembra *prima facie* inquadrabile tra i «limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano» (favorevoli invece a tale sussunzione, invece SBISÀ, *La disciplina dei patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, 486 e PICCIAU, *sub art. 2341-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – Ghezzi – Notari, cit., 345). In ogni caso, occorre evidenziare come la retrocessione delle azioni redimibili al rango parasociale, oltre a comportare una mera tutela obbligatoria del diritto al riscatto, svuoterebbe le azioni redimibili della loro utilità attesa la possibilità per i soci gravati dall'obbligo di riscatto di liberarsi da tale vincolo con il preavviso previsto dagli art. 2341-*bis* e 123 TUF per i patti a tempo indeterminato.

circa la possibilità di conferire rilevanza “sociale” a tale previsione²¹⁷. Né, a limitazione di questo principio, pare accettabile sostenere che la rilevanza “sociale” si giustifica solo quando è finalizzata al controllo sulla composizione della compagine sociale²¹⁸ – come nelle clausole di mero gradimento - e non, invece, quando è tesa a tutelare interessi diversi quali, ad esempio, quello al disinvestimento. Tale posizione, infatti, non sembra giustificabile a fronte dei significativi spazi di tutela accordati, nell’ordinamento post-riforma, all’interesse al disinvestimento²¹⁹; inoltre, con precipuo riferimento al riscatto di azioni, essa non trova conferma nella disciplina delle azioni riscattabili di cui all’art. 2437-*sexies*²²⁰ che non subordina l’attribuzione del potere di riscatto alla società o ai soci alla necessità di “personalizzare” la composizione della compagine sociale²²¹: se, dunque, tale limitazione non è stata prevista dal legislatore con riferimento alle azioni riscattabili non sembra esservi ragione per ritenerla applicabile alle azioni redimibili.

Le argomentazioni che precedono valgono quindi a confermare l’efficacia reale della clausola di riscatto che caratterizza le azioni redimibili la cui rilevanza “organizzativa”, peraltro, è rappresentata dal fatto stesso che essa

²¹⁷ La statuizione trova conforto anche nelle posizioni di quella dottrina che si è espressa in senso favorevole rispetto alla possibilità di includere, in via interpretativa, anche i soci tra i soggetti chiamati ad acquistare la partecipazione del socio di minoranza nell’ipotesi di cui all’art. 2505-bis (cfr. *supra* nota 173).

²¹⁸ In questo senso, prima della riforma, PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, cit., 362 e, dopo la riforma, ANGELICI, *Fra “mercato” e “società”: a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2011, 39 ss.

²¹⁹ Cfr. quanto detto *supra* al Paragrafo 1.2. Incidentalmente si osserva come la questione qui analizzata sia sostanzialmente coincidente con quella relativa alla (presunta) portata eccezionale e, in quanto tale, non suscettibile di interpretazione analogica, dell’art. 2355-bis (cfr. *supra* Paragrafo 2.4). Pertanto, le argomentazioni sviluppate in tale contesto possono essere qui integralmente riproposte.

²²⁰ Azioni, peraltro, rispetto alle quali non è posta in dubbio l’efficacia reale del riscatto sia nell’ipotesi in cui il relativo potere sia attribuito alla società, sia nel caso in cui sia attribuito ai soci, cfr. VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit. 69 ss. ove numerosi altri riferimenti.

²²¹ D’altronde, la “personalizzazione” della compagine sociale non è, in astratto, l’unica funzione che le azioni riscattabili possono essere chiamate a ricoprire; il loro impiego infatti può rispondere anche ad esigenze diverse, quali, ad esempio, quella “sanzionatoria” (riscatto come rimedio a fronte dell’inadempimento del socio rispetto ad obblighi da questo assunti nei confronti della società o del socio). A tal riguardo, non è superfluo ricordare che il riscatto è negozio causalmente neutro che assume la “colorazione” della pattuizione cui accede (cfr. *supra* nota 139).

sia incorporata e circoli con il titolo azionario²²². Nondimeno, non può escludersi la possibilità che tale efficacia venga meno in ipotesi “patologiche” ovvero quando la clausola di riscatto sia predisposta in modo tale da non essere compatibile con il tipo societario azionario²²³. In queste ipotesi, dunque, occorrerà valutare caso per caso se sia possibile, in virtù del principio di conversione di cui all’art. 1424 cod. civ, attribuire alla clausola mera rilevanza parasociale, con tutte le conseguenze del caso in termini di efficacia e durata dell’impegno, o, in caso contrario, decretarne la nullità²²⁴.

²²² Si può apprezzare, in questa sede, quel *quid pluris* cui si è fatto cenno in Premessa che sorge dalla combinazione di istituti tipici del diritto civile con il sistema di norme del diritto azionario.

²²³ A questo fine è utile richiamare quanto affermato da RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali tra soci*, in *Il nuovo diritto delle società*, cit. per il quale «la clausola statutaria contiene un patto parasociale solo quando manchino profili di afferenza ad una qualsiasi partecipazione sociale. Il che accade quando essa circoscrive la propria integrale efficacia – sia dal lato dei soci onerati sia dal lato dei soci beneficiati – solo ad alcuni dei soci presenti. Nonché accade quando essa riconosca obblighi, diritti e situazioni giuridiche attive e passive tra tutti i soci attuali con esclusione dei soci futuri; esclusione, quest’ultima, da apprezzarsi alla stregua di una interpretazione tendenzialmente oggettiva e quindi tale da richiedere non equivoche formule testuali che impediscano il propagarsi del vincolo ad altri soci in ipotesi di alterazione della compagine sociale». L’interpretazione qui proposta appare, invero, fin troppo permissiva atteso che, osservandola alla lettera, si dovrebbe riconoscere efficacia reale anche a quelle azioni redimibili che, a norma della relativa clausola di riscatto, pongano l’obbligo di acquisto in capo a un socio nominativamente individuato. In questo caso, infatti, il principio dell’indeterminatezza sarebbe fatto salvo dal lato attivo (*i.e.*, quello relativo al titolare del diritto al riscatto individuato in via mediata quale soggetto portatore dell’azione redimibile) preservando così quel principio di “afferenza alla partecipazione sociale” richiesto dall’autore.

²²⁴ In questo senso RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, cit., 649; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 613; *contra* SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 180 nota 255 per il quale «inserendo il patto parasociale nello statuto [...] si opererebbe, crediamo, una discutibile deviazione dalla disciplina degli effetti della pubblicità».

3. La disciplina delle azioni redimibili

Nelle pagine che precedono si è evidenziato come le azioni redimibili trovino il loro riferimento normativo nel principio di atipicità delle categorie di azioni di cui all'art. 2348 e come, di conseguenza, anche la loro disciplina sia autonoma rispetto a quella delle azioni riscattabili e del recesso. Ciononostante, l'indubbia familiarità che accomuna le tre fattispecie fa sì che i problemi applicativi che si pongono all'interprete siano in buona parte i medesimi affrontati dalla dottrina con riferimento ai due istituti tipici sopra menzionati.

Per questa ragione, le risposte e le soluzioni fornite in tale ultimo contesto costituiscono un importante punto di riferimento ai fini della presente analisi e, per quanto rilevanti, meritano di essere qui richiamate anche al fine di meglio apprezzare le peculiarità funzionali che caratterizzano le azioni redimibili e che, in taluni casi, impongono di adottare sistemazioni di interessi differenti rispetto a quelle suggerite dalle fattispecie conosciute dal legislatore. A tal riguardo, occorre preliminarmente interrogarsi su quale sia il significato legato alla qualificazione delle azioni redimibili come «azioni di categoria» e se tale circostanza comporti dei limiti quantitativi alla loro emissione.

3.1. Azioni redimibili come «azioni di categoria» e limiti alla loro emissione da parte di società «aperte». Riflessioni in ordine alla configurazione del «diritto al riscatto» e al «riscatto automatico».

Come più volte rilevato, la caratterizzazione delle azioni redimibili come azioni che incorporano un «diritto al riscatto» non lascia dubbi circa la possibilità di qualificare quest'ultimo come «diritto diverso» ai sensi dell'art. 2348 e, conseguentemente, ricondurre le azioni redimibili alla più ampia nozione di «azioni di categoria»²²⁵. Con riferimento alle azioni redimibili,

²²⁵ In questo senso, già prima della riforma, CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 228; dopo la novella, nuovamente, CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, cit., 205 e, in modo espresso, ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, cit., 324; VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 98, DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, cit., 273 ss.; favorevoli alla creazione di azioni atipiche che incorporano un diritto convenzionale di recesso (in quanto tali, prossime,

pertanto, non si pongono i dubbi sollevati in relazione alla disciplina delle azioni riscattabili che hanno portato gli interpreti a domandarsi se la mera soggezione del proprietario delle azioni al potere di riscatto da parte di soggetti terzi sia sufficiente a qualificare tali titoli come categoria speciale²²⁶.

I proprietari di azioni redimibili, pertanto, in quanto portatori di «azioni di categoria» in opposizione ad altri titoli aventi natura ordinaria – o connotati da specialità in ragione di differenti caratteristiche – beneficiano delle tutele previste dall'art. 2376²²⁷ c.c. di talché ogni delibera dell'assemblea generale dei soci che pregiudichi i diritti incorporati nelle azioni redimibili diverrà efficace solo a seguito della loro approvazione in seno alla relativa assemblea speciale²²⁸.

Ciò chiarito, occorre verificare se le azioni redimibili possano essere emesse esclusivamente come «azioni di categoria» e, quindi, come titoli rappresentativi solo di una parte del capitale sociale o se, viceversa, sia

ancorché non assimilabili, alle azioni redimibili) SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit. 142 ss.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 599.

²²⁶ Dubbi, come detto, da risolversi in senso positivo in virtù di un'interpretazione estensiva della nozione di «diritti diversi» di cui all'articolo 2348 così da ricomprendervi anche situazioni giuridiche passive – come quella di soggezione al potere di riscatto che sussiste in capo al titolare di azioni riscattabili – quale «contenuto differenziale minimo» idoneo a qualificare le azioni di categoria (cfr. quanto detto *supra* alle note 45 e 128).

²²⁷ Vi è su questo punto un ampio consenso in dottrina sviluppatosi soprattutto con riferimento alle azioni riscattabili ma che, nondimeno, può ritenersi applicabile, per identità di *ratio*, anche alle azioni redimibili, cfr. CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, 46; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 99, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto*, in *Massime notarili in materia societaria*, cit.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 603, nota 23; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova S.p.A.*, cit., 114 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1309; SCARCHILLO, *sub art. 2437 sexies*, in *Commentario al codice civile*, a cura di Cendon (Artt. 2421 – 2451), Milano, 2010, 464 ss.; DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies*, cit., 420.

²²⁸ Sotto questo profilo si apprezza particolarmente la natura “ibrida” delle azioni redimibili: infatti anche in presenza di azioni che si connotano per la presenza di un diritto in parte assimilabile – ma si veda sul punto quanto si dirà *infra* alla nota 263 – al «diritto di rimborso» proprio dei titoli obbligazionari, prevale, ai fini corporativi, la disciplina imposta dal tipo azionario cui tali titoli appartengono e, quindi, l'applicazione della disciplina relativa alle assemblee speciali di cui all'art. 2376 in luogo di quella relativa all'assemblea degli obbligazionisti di cui all'art. 2415.

ipotizzabile che il diritto al riscatto possa riguardare astrattamente tutti i titoli in circolazione che diverrebbero, per l'effetto, redimibili²²⁹.

Tale eventualità, infatti, aprirebbe interessanti possibilità di utilizzo del *diritto al riscatto* che potrebbe, ad esempio, essere utilizzato per garantire ai soci di minoranza il diritto ad ottenere il riacquisto delle proprie partecipazioni da parte del socio di maggioranza la cui partecipazione al capitale sociale ecceda una certa soglia²³⁰ oppure, in altre circostanze, un generalizzato *diritto al disinvestimento* che insorga al verificarsi di determinati eventi che riguardano la società²³¹. Nei casi sopra citati, quindi, la peculiarità dell'operazione risiederebbe nel fatto che il diritto al riscatto non verrebbe concesso con riguardo ad una predeterminata categoria di azioni ma spetterebbe, in astratto, a tutti gli azionisti, fermo restando che solo coloro che si vengano concretamente a trovare nella situazione descritta dalla clausola statutaria avrebbero diritto ad azionarlo²³².

Sotto questo profilo, dunque, il *diritto al riscatto* generalizzato presenterebbe, nelle società che non fanno ricorso a mercato del capitale di rischio, una più accentuata contiguità con il diritto di recesso convenzionale di cui all'articolo

²²⁹ Nel qual caso più che di “azioni redimibili” in opposizione alle azioni ordinarie o ad altre azioni è forse più corretto parlare, genericamente, di “clausola di riscatto” statutaria atteso che, in questo caso, il diritto al riscatto dovrebbe intendersi generalmente rivolto a tutte le azioni non essendo quindi a priori individuabile una categoria di azioni “redimibili”.

²³⁰ Tale tutela consentirebbe ai soci di minoranza di beneficiare di un diritto di *exit* diretto qualora, in situazioni di una società a partecipazione diffusa, uno dei soci venisse a detenere una partecipazione significativa del capitale sociale. Per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, tale rimedio andrebbe evidentemente a cumularsi con il c.d. diritto di *sell-out* previsto dall'art. 108 del TUF.

²³¹ Si pensi, a titolo esemplificativo, ad un diritto al riscatto che agevoli l'uscita del socio in particolari situazioni di stallo decisionale in seno all'assemblea garantendo il diritto a vendere la propria partecipazione nei confronti dei soci che non abbiano espresso il loro consenso all'adozione della delibera.

²³² L'astrattezza delle condizioni cui è subordinato l'esercizio del riscatto fa sì che la clausola sia compatibile con il tipo sociale delle società per azioni che – come già rilevato (cfr. *supra* Paragrafo 1.2) – non è tollerata l'introduzione in statuto di “diritti particolari del socio”. Tuttavia, al fine di superare il vaglio di legittimità, l'astrattezza delle condizioni previste dallo statuto dovrà essere verificata non solo in forza del tenore della relativa disposizione ma anche sulla base delle condizioni di fatto esistenti al momento della sua introduzione. Pertanto le disposizioni che, pur avendo un contenuto generico e astratto, siano di fatto applicabili solo ad uno (o più soci) nominativamente individuabili sono suscettibili di ricadere nell'ambito del divieto (con le conseguenze cui si è fatto cenno *supra* in chiusura del Paragrafo 2.7).

2437 comma quarto mantenendo tuttavia le proprie peculiarità per quanto concerne la disciplina ad esso applicabile²³³. Ad esempio, per quanto riguarda il procedimento di liquidazione, l'introduzione di un *diritto al riscatto* generalizzato, in luogo di una causa di recesso convenzionale, consentirebbe di prevedere che gli unici soggetti che possono essere chiamati a sostenere l'onere del riscatto siano i soci (con esclusione, quindi, alla procedura di cui all'art. 2437-*quater* che contempla, quale obbligato di ultima istanza, la società). Con riferimento alle società quotate, invece, la possibilità di prevedere un *diritto al riscatto* generalizzato supplirebbe al divieto – ricavabile *a contrario* dal già citato art. 2437-*quater* – di introdurre nei propri statuti cause di recesso convenzionale²³⁴.

Al fine di valutare la legittimità di queste soluzioni, è utile guardare all'analogo dibattito sviluppatosi in ordine alle azioni riscattabili in relazione alla possibilità di sottoporre la totalità delle azioni emesse al *potere* di riscatto da parte della società o dei soci. A questo proposito, la dottrina che si è occupata della questione, si è pronunciata in senso prevalentemente affermativo²³⁵ in forza di due diversi argomenti: il primo, di ordine letterale, fondato sul tenore della disposizione di cui all'art. 2437-*sexies* la quale, dichiarandosi applicabile «alle azioni o categorie di azioni», sembra sottintendere il principio secondo cui la soggezione al riscatto non deve essere necessariamente collegata all'esistenza di una categoria ai sensi dell'art. 2348 ma può essere riferita alla generalità delle azioni²³⁶; il secondo, di ordine sistematico, fondato sull'assenza di limiti espliciti o impliciti che suggeriscano di vietare questa possibilità, atteso che gli unici vincoli rinvenibili nell'ordinamento, legati all'esercizio del riscatto da parte della

²³³ Cfr. quanto detto *supra* al Paragrafo 2.6.

²³⁴ Sulla possibilità per le società quotate di emettere azioni redimibili si veda quanto detto *infra* in questo Paragrafo.

²³⁵ Cfr. *infra* note 236 e 237.

²³⁶ In questo senso; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova S.p.A.*, cit., 114 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1307 *contra* LA LICATA, *La struttura finanziaria della società bancaria*, cit., 222 nota 104 secondo la quale «parrebbe in particolare da escludere che, nel menzionare le “azioni”, accanto alle “categorie di azioni”, la disposizione abbia voluto distinguere il caso in cui tutte le azioni siano emesse come riscattabili da quello in cui lo siano soltanto alcune che, per questo, diventerebbero una categoria».

società, sono quelli che derivano dai limiti all'acquisto di azioni proprie che, tuttavia, vengono in rilievo solo quando il riscatto viene esercitato e non nel momento, antecedente, in cui la clausola di riscatto viene inserita nello statuto²³⁷.

Poiché il primo dei due argomenti non può – per le ragioni già esposte²³⁸ – essere replicato con riguardo alle azioni redimibili, è opportuno guardare al secondo per verificare se le soluzioni elaborate in tale sede siano suscettibili di trovare applicazione anche ai fini che qui interessano. Ebbene, sotto quest'ultimo profilo, si rileva, in via preliminare, come nessun ostacolo sussista qualora l'obbligo di riscatto sia posto interamente a carico di uno o più soci²³⁹ attesa la limitata rilevanza sociale dell'atto che risulta privo di conseguenze dirette per la società.

Per tale ragione, così come avviene con riguardo alle azioni riscattabili, gli unici profili problematici relativi alla previsione di un *diritto al riscatto* riconosciuto in via generalizzata a tutti gli azionisti sono da ricercarsi nell'ipotesi in cui il relativo onere sia posto a carico della società e, in particolare, nelle limitazioni poste all'utilizzo delle risorse sociali per l'acquisto delle proprie azioni di cui agli art. 2357²⁴⁰.

A questo riguardo, pare che le medesime conclusioni cui si è pervenuti con riferimento alle azioni riscattabili possano essere qui riproposte e che, quindi, le previsioni di cui all'art. 2357 non vadano interpretate come divieto all'introduzione in statuto di un diritto al riscatto rivolto alla totalità degli

²³⁷ Cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 99, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto*, in *Massime notarili in materia societaria*, cit.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 594, nota 1 *contra* SCARCHILLO, *sub art. 2437 sexies*, cit., 464; CICONTE, *sub art. 2437 sexies*, cit., 1244; sul medesimo argomento si veda anche quanto detto *infra* in questo Paragrafo.

²³⁸ Cfr. *supra* Paragrafo 2.3.

²³⁹ Sulle modalità di individuazione dei soci quali soggetti obbligati al riscatto si vedano le considerazioni svolte *infra* al successivo Paragrafo 3.3.

²⁴⁰ La circostanza non deve stupire posto che l'esigenza di contemperare l'esercizio del *diritto al riscatto* con la tutela dell'integrità del capitale e, quindi, dei creditori della società si è palesata fin dalle prime esperienze legate all'emissione di azioni redimibili (cfr. quanto detto *supra* al Paragrafo 2.1 in relazione all'ordinamento statunitense).

azionisti ma unicamente come limite (quantitativo) al suo esercizio²⁴¹. Pertanto – a fronte della richiesta di riscatto da parte degli azionisti che hanno maturato il relativo diritto – la società sarà obbligata a procedere all'acquisto solo di azioni interamente liberate e nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato²⁴².

Resta inteso, peraltro, che nell'adempimento di tale obbligo la società dovrà conformarsi al principio di parità di trattamento che le impone di procedere ad un riscatto proporzionale dei titoli in relazione al numero e all'entità delle richieste pervenute. Di contro, non si ravvisa la necessità per la società di richiedere, quale atto prodromico all'acquisto, l'autorizzazione assembleare prescritta dall'art. 2357 comma secondo potendo quest'ultima ritenersi assorbita dalla previsione dell'obbligo di riscatto già inserita in statuto²⁴³.

²⁴¹ In questo senso, con precipuo riferimento alle azioni redimibili, CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, cit., 202; SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 172 ss.

²⁴² Resta da chiarire quale debba essere al sorte delle azioni per le quali è stato esercitato il diritto al riscatto ma il cui acquisto sia impedito dal raggiungimento dei limiti quantitativi di cui all'art. 2357. La risposta a questa domanda non può prescindere da un'analisi casistica sul contenuto della clausola statutaria di riscatto; tuttavia, in via di prima approssimazione, deve ritenersi che l'assenza di utili o riserve disponibili sufficienti a coprire l'intero valore delle azioni determini, alternativamente, un riscatto parziale delle stesse nei limiti di capienza delle poste disponibili o il divieto di procedere *tout court* all'acquisto delle azioni oggetto di riscatto in considerazione dell'impossibilità di realizzare pienamente il *diritto al disinvestimento* così come esercitato socio uscente (cfr. sul punto BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 138, nota 81 il quale ritiene l'ultima opzione preferibile in mancanza di una esplicita previsione di segno contrario nello statuto, sul punto si veda anche quanto detto *infra* alla nota 329).

²⁴³ Tale principio era già stato affermato dalla dottrina pre-riforma con prevalente riferimento al riscatto da parte della società di azioni riscattabili, cfr. CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, cit., 515; CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 22 ss.; GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, cit., 134 ss. e, in senso dubitativo, PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, Torino, 1991, 464 ss. A seguito delle novella, tale interpretazione è stata riproposta, sempre con riguardo alle azioni riscattabili, da alcuni autori tra cui, ancora, GALLETTI, *sub art. 2437-sexies*, cit., 1637 e ss.; CAPIELLO, *sub art. 2437 sexies*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Bonfante – Corapi – Marziale – Rordorf – Salafia, Milano, 2007, 990 ss.; SCARCHILLO, *sub art. 2437-sexies*, cit., 466; GUERRINI, *sub art. 2437 sexies*, in *Commentario delle società* a cura di Grippo (Artt. 2436 – 2548; 2602 – 2642), II, Torino, 2009, 844 e, con specifico riferimento alle azioni redimibili, BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 134 ss.. A questo riguardo – pur non condividendo le ragioni di chi ritiene superflua l'autorizzazione assembleare con riferimento all'acquisto di azioni riscattabili ovvero in presenza di un riscatto che si configura come diritto e, in quanto tale,

In aggiunta a quanto precede, si evidenzia altresì come la legittimità di un riscatto obbligatorio che riguardi, potenzialmente, tutte le azioni trova conferma anche nella disposizione di cui all'art. 2355-*bis* – ovvero l'unica norma del nostro ordinamento avente ad oggetto un riscatto obbligatorio di fonte statutaria – la cui operatività è del tutto indipendente dalla presenza o meno di categorie di azioni ed ha, come unico limite, il solo rispetto delle previsioni di cui all'art. 2357 nel caso in cui il riscatto avvenga ad opera della società.

A questo riguardo, è interessante altresì sottolineare come la propensione qui evidenziata che porta il nostro ordinamento a tollerare forme di riscatto “diffuso” dei titoli azionari – tanto nella forma del *diritto* che del *potere* al riscatto – lo distingue da molti degli ordinamenti stranieri i quali, al contrario, si sono dotati di disposizioni che impongono che le azioni riscattabili (o redimibili) siano rappresentative solo di una parte del capitale sociale²⁴⁴.

discrezionale – non può tacersi di come in presenza di un *obbligo* a carico della società tale adempimento si rilevi superfluo e privo di significato atteso il preventivo consenso all'acquisto manifestato da tutti i soci pel tramite della clausola statutaria di riscatto. Per quanto concerne, invece, il rispetto del requisito del limite massimo di azioni proprie detenibili in portafoglio (art. 2357 comma quinto) fissato, per le società quotate, nella misura massima di un quinto, deve ritenersi che esso non rilevi con riferimento alla materia *de qua* atteso che, come si avrà modo di chiarire a breve, l'emissione di azioni redimibili a cura della società emittente deve ritenersi consentita solo alle società “chiuse”.

²⁴⁴ L'ordinamento britannico, ad esempio, pur prevedendo la possibilità di dotare del requisito della riscattabilità sia azioni privilegiate (*preference shares*) che azioni ordinarie (*ordinary shares*), richiede che queste siano emesse solo in presenza di altre azioni non dotate di tale requisito (*Section 684 del Companies Act del 2006*), impedendo così la formazione di un capitale sociale interamente riscattabile (o redimibile). Anche gli ordinamenti statali statunitensi, pur con alcune disomogeneità al loro interno, si conformano a questo principio ammettendo l'emissione di *redeemable shares* solo in presenza di almeno un'azione ordinaria (cfr. HAMILTON – BOOTH, *Corporations*, St. Paul, 2006, 490; GEVURTZ, *Corporation Law*, St. Paul, 2010, 122, nota 18). Altri ordinamenti, invece, prevedono limiti più stringenti richiedendo che possano essere emesse come riscattabili solo categorie speciali di azioni: è il caso ad esempio dell'ordinamento francese (ove possono essere emesse come riscattabili le sole *actions de préférence*, cfr. tuttavia quanto detto *supra* alle note 121e 122) e portoghese (ove solo le *acções preferenciais* possono essere emessi come riscattabili); diversa, invece, la normativa spagnola che permette l'emissione di *acciones rescatables* in qualsiasi forma richiede ma che esse complessivamente non superino la quarta parte del capitale sociale (art. 500 del *Texto Refundido de la Ley de Sociedades*, cfr. CURBELO, *Régimen jurídico de las acciones rescatables. Nuevas perspectivas y problemática actual*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2011, 105 ss.).

Per quanto concerne invece i limiti soggettivi per l'emissione di azioni redimibili, la norma di cui all'art. 2437 comma quarto sembra implicare un ulteriore vincolo all'utilizzo di questo strumento legato al livello di diffusione dei titoli dell'emittente. Infatti, a mente di tale disposizione, la previsione di cause di recesso convenzionali è consentita esclusivamente alle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Al riguardo, è di tutta evidenza come il legislatore abbia voluto consentire all'autonomia privata di ampliare le possibilità di *exit* del socio – esponendo in tal modo la società al rischio di dover ricorrere alle proprie risorse per poterlo liquidare – solo per quelle società che non abbiano accesso a un mercato dei capitali nel quale sia possibile vendere agevolmente la propria partecipazione²⁴⁵. Per tale ragione, avuto riguardo alla già riscontrata prossimità funzionale che sussiste da recesso convenzionale e obbligo di riscatto, l'emissione di azioni redimibili deve ritenersi preclusa alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio²⁴⁶. A ben vedere, tuttavia, tale limitazione pare applicarsi *de plano* solo alle ipotesi in cui l'obbligo di riscatto sia posto (in tutto o in parte) a carico della società, essendo questa, come già rilevato, l'unica circostanza in cui l'onere dell'acquisto dei titoli può gravare sul patrimonio sociale²⁴⁷ e, quindi, nella quale può verificarsi una

²⁴⁵ Sono da ritenersi ricomprese in tale novero anche le società “chiuse” contratte a tempo indeterminato. Tuttavia, con riferimento a queste ultime, l'utilità di emettere azioni redimibili è ridimensionata dalla presenza dell'inderogabile diritto di recesso *ad nutum* di cui al già citato art. 2437 comma terzo. Per le ragioni già esaminate, le due opzioni non possono però ritenersi equivalenti atteso la scelta del socio di avvalersi del riscatto (ove previsto) in luogo del recesso, potrebbe scongiurare il rischio di addivenire allo scioglimento della società (cfr. in proposito quanto detto *supra* alla nota 170).

²⁴⁶ Così BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 114. Del medesimo avviso anche CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, cit., e SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 145 i quali, tuttavia, giungono a questa conclusione sulla base di un'assimilazione *de plano* del riscatto obbligatorio con il recesso convenzionale. Mette conto tuttavia evidenziare come tale soluzione si ponga in aperto contrasto con quella adottata in molti ordinamenti europei ove l'emissione di azioni redimibili da parte di società “aperte” è espressamente prevista dal legislatore: si pensi, ad esempio, all'ordinamento britannico (cfr. *Section 684 e ss. del Companies Act del 2006*) e spagnolo (cfr. art. 500 del *Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital*, n. 1/2010 riferibile alle società quotate).

²⁴⁷ Con la doverosa precisazione che, nell'ambito di applicazione del divieto, paiono doversi ricomprendere non solo le azioni che incorporano un *obbligo* di riscatto a carico della società ma anche quelle che prevedono un *riscatto automatico* che si verifica *ex se* al verificarsi del presupposto senza che sia necessaria una manifestazione di volontà in questo senso da parte

situazione per certi versi analoga a quella riscontrabile a seguito del recesso²⁴⁸. Per converso, può invece ritenersi ammissibile, anche nelle società “aperte”, l’emissione di azioni per le quali l’onere del riscatto sia integralmente posto a carico dei soci²⁴⁹ (*rectius*, dei titolari di una determinata categoria di azioni “riscattanti”²⁵⁰). Con riferimento a quest’ultima possibilità, occorre tuttavia precisare che una simile soluzione appare avere un qualche significato solo qualora il corrispettivo dovuto dai soci a fronte dell’esercizio del riscatto debba essere determinato secondo criteri che conducano ad un valore diverso, e possibilmente più alto, da quello di mercato; pertanto, in tale circostanza, la legittimità della clausola di riscatto statutaria dovrà essere valutata anche alla luce dei limiti tipologici che presidiano la determinazione del corrispettivo secondo criteri diversi dal *fair value*²⁵¹.

In chiusura, è opportuno fare alcune considerazioni di ordine prettamente civilistico sul *diritto al riscatto* e sulle diverse sfumature che esso può assumere nell’esercizio dell’autonomia statutaria. Finora, infatti, si è fatto generico riferimento al *diritto al riscatto* come tratto caratterizzante delle azioni redimibili senza specificare che anch’esso non ha una conformazione

del titolare dello strumento (cfr. sul punto quanto detto *infra* in questo Paragrafo). Anche in tale ultima circostanza, infatti, l’effetto è quello di porre a carico del patrimonio sociale il costo dell’*exit* dell’azionista senza verificare preventivamente la possibilità di soddisfarlo facendo ricorso al mercato. Una possibile eccezione a tale principio potrebbe tuttavia essere costituita da quelle clausole di *riscatto automatico* che, in virtù della loro particolare conformazione, non mirino a soddisfare un *diritto al disinvestimento* dell’azionista quanto piuttosto un interesse della società al perseguimento di suoi propri interessi poiché, in quest’ultima circostanza, verrebbe meno l’assimilazione funzionale tra *recesso* e *riscatto obbligatorio* (in senso conforme, BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 115, nota 5). Tuttavia, anche in quest’ultimo caso, la possibilità per le società “aperte” di emettere azioni redimibili a carico della società dovrebbe essere valutata alla luce della libera negoziabilità dello strumento richiesta dall’art. 2.1.3 del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

²⁴⁸ Si ricorda, tuttavia, come il parallelismo tra i regimi applicabili nelle ipotesi di recesso e riscatto obbligatorio trovi un suo limite nel fatto che, in quest’ultima circostanza, deve escludersi la possibilità di giungere allo scioglimento della società salvo che ciò sia espressamente previsto nella clausola di riscatto (cfr. *supra* Paragrafo 2.6).

²⁴⁹ In questo senso CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, cit., 35 e BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 116.

²⁵⁰ Infatti, considerato l’elevato grado di diffusione dei titoli, pare essere l’unica possibilità di individuare in modo univoco e inequivocabile i soggetti chiamati al riscatto.

²⁵¹ Cfr. *infra* Paragrafo 3.5.

unitaria ed è diversamente plasmabile dagli operatori. Tale disomogeneità, del resto, emerge dallo studio delle stesse ipotesi “codificate” di riscatto obbligatorio le quali, come visto²⁵², non restituiscono una nozione univoca delle prerogative ricollegate all’esercizio del riscatto.

In particolare, secondo un’interpretazione restrittiva, la nozione di *diritto al riscatto* di cui gode il titolare di azioni redimibili indica unicamente la fattispecie speculare ed opposta rispetto alla *soggezione al riscatto* in cui versa il titolare di azioni riscattabili: nel primo caso, infatti, al titolare delle azioni è riconosciuto un vero e proprio diritto potestativo a far acquistare i propri titoli cui corrisponde uno *status* di mero *pati* del soggetto obbligato a procedere all’acquisto; tale situazione presenta, dunque, rapporti di forza simmetricamente capovolti rispetto a quella delineata dell’art. 2437-*sexies* ove l’azionista di trova esposto al diritto potestativo di riscatto della società o dei soci. Sotto il profilo civilistico, tale complesso di rapporti è accostabile, pur con certe riserve²⁵³, al patto di opzione²⁵⁴ nella misura in cui consente al soggetto posto in posizione attiva di perfezionare il trasferimento dei titoli mediante la sua sola ed unilaterale manifestazione di volontà, senza la necessità che il soggetto onerato si attivi in questo senso, potendo ritenersi il suo consenso all’acquisto già manifestato nella clausola di riscatto²⁵⁵.

È possibile, tuttavia, anche una diversa formulazione della clausola di redimibilità che non si traduca in una preventiva manifestazione di consenso del soggetto onerato al trasferimento dei titoli ma in un obbligo da parte di quest’ultimo – al verificarsi del presupposto – a presentare una proposta di acquisto dei titoli che il titolare di azioni redimibili sarà libero di accettare. Tale fattispecie è assimilabile, su un piano civilistico, al contratto preliminare di compravendita unilaterale in quanto l’unico soggetto che con esso si impegna alla stipula del contratto definitivo è il soggetto chiamato al riscatto mentre per il titolare delle azioni redimibili la sua conclusione è una semplice facoltà. In quest’ultimo caso, pertanto, l’esercizio del *diritto al riscatto* ai fini

²⁵² Cfr. *supra* Paragrafo 2.4.

²⁵³ Cfr. *supra* nota 157.

²⁵⁴ Rispettivamente di vendita o acquisto a seconda che abbia ad oggetto azioni redimibili o riscattabili.

²⁵⁵ Resta salva, tuttavia, la necessità di adempiere alle formalità imposte dal regime di emissione dei titoli al fine di rendere il loro trasferimento opponibile alla società.

del trasferimento dei titoli non è immediatamente successivo al verificarsi del presupposto ma segue la presentazione di una proposta contrattuale avente caratteristiche predefinite da presentarsi a cura del soggetto obbligato²⁵⁶.

La qualificazione della clausola di redimibilità all'interno dell'una o dell'altra tipologia andrà fatta ovviamente su base casistica in virtù del tenore della relativa disposizione statutaria avuto riguardo anche alla comune intenzione delle parti; in questa sede, tuttavia, ci si limita a rilevare come la prima delle due forme esaminate rappresenti senza dubbio una forma di tutela più forte e completa di quel *diritto al disinvestimento* di cui, come detto, le azioni redimibili costituiscono concreta manifestazione.

In aggiunta a quanto precede, occorre dar conto di una terza tipologia di clausola di redimibilità, conosciuta dalla prassi e studiata dalla dottrina²⁵⁷, che si differenzia dalle prime due in quanto determina un *obbligo* in capo a ciascuno dei due soggetti coinvolti nel riscatto (i.e., il soggetto riscattante e il titolare delle azioni) prevedendo un *riscatto automatico* – a scadenze determinate o al verificarsi di determinati eventi – che produce *ipso iure* il trasferimento dei titoli. Per queste azioni non può quindi parlarsi di un *diritto al riscatto* riconosciuto in capo al loro titolare delle azioni posto che quest'ultimo, al verificarsi del presupposto previsto nello statuto, non ha alcuna possibilità di sottrarsi al trasferimento dei titoli avendo già preventivamente ed irrevocabilmente prestato il consenso alla vendita²⁵⁸. In altre parole, in quest'ultima circostanza, il perfezionamento del riscatto non è legato a un atto di volontà delle parti ma al semplice verificarsi di un evento

²⁵⁶ Per tale ragione deve ritenersi che, in mancanza di tale proposta, così come avviene per ogni contratto preliminare, il soggetto che vanta il diritto al riscatto potrà ricorrere alla tutela di cui all'art. 2932 c.c. (cfr. quanto detto *supra* alla nota 166)

²⁵⁷ Cfr., recentemente, CIOCCA, *sub* art. 2437-*sexies*, 36. L'ipotesi è stata inoltre oggetto di riflessioni, e valutata in modo prevalentemente positivo, in molti degli ordinamenti che ammettono l'emissione di azioni redimibili tra cui Francia (cfr. MORTIER, *Rèforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions: Rachat d'actions et actions rachetables*, cit., 646); Stati Uniti (MERRICK DODD, *Purchase and redemption by a corporation of its own shares: the substantive law*, cit., 730; JONES, *Redemable corporate securities*, cit., 97 ss.; NOTE, *Redemption at the Option of the Shareholders in the Close Corporation*, cit., 986) e Regno Unito (FERRAN, *Principles of Corporate Financial Law*, cit. 156).

²⁵⁸ Al contrario, sotto questo profilo la posizione del titolare delle azioni in parola è assimilabile a quella del socio riscattato nella fattispecie di cui all'art. 2437-*sexies*.

futuro e incerto o allo spirare di un termine; esso pertanto è inquadrabile, sotto un profilo civilistico, nello schema della vendita condizionata.

Le peculiarità sopra evidenziate potrebbero portare a ritenere le azioni soggette a riscatto automatico non qualificabili come “azioni redimibili”²⁵⁹; tuttavia avuto riguardo alla loro natura atipica²⁶⁰, al loro funzionamento (che ricalca in larga parte quello dei titoli che incorporano un *diritto al riscatto*) e al fatto che esse tutelano pur sempre – seppur in forma diversa – l'*interesse al disinvestimento*²⁶¹ del relativo titolare, si ritiene preferibile ricomprendere anch'esse in tale categoria. Le conclusioni di cui al presente lavoro, pertanto, ove non diversamente indicato, sono da ritenersi riferite anche a quest'ultima tipologia di titoli.

Ciò chiarito, non ci si può esimere dal rilevare come le azioni con *riscatto automatico* costituiscano una forma di *exit* programmato preventivamente accettato dal titolare che, da un lato, rimarcano in modo ancor più netto la differenza tra le azioni redimibili e l'istituto del recesso²⁶² e, dall'altro, accentuano ulteriormente la natura “ibrida” di questo strumento avvicinandolo ulteriormente al funzionamento del tipo obbligazionario tradizionale²⁶³.

²⁵⁹ Potrebbe forse più correttamente parlarsi in proposito di “azioni riscattande” atteso che, in tal caso, non vi è alcuna incertezza circa il fatto che, al verificarsi del presupposto, si darà luogo riscatto (nondimeno, la certezza assoluta in ordine al suo verificarsi è legata alle condizioni previste nella relativa clausola non potendosi escludere che questa sia subordinata ad un evento *futuro e incerto* che potrebbe anche non avere luogo nel corso della durata della società).

²⁶⁰ L'atipicità dello strumento è, in questo caso, ancora più pregnante atteso che non è rinvenibile nell'ordinamento alcuna ipotesi legale in qualche modo assimilabile al riscatto automatico qui prospettato che deve ritenersi, pertanto, interamente ascrivibile all'esercizio dell'autonomia statutaria.

²⁶¹ Infatti, non essendoci in questo caso un *diritto al riscatto* non può sussistere in questo caso un parallelo *diritto al disinvestimento*. Ciononostante, il socio investitore potrebbe vedere comunque tutelata la sua posizione da un *exit* obbligatorio che sia collegato ad un evento (es. la conclusione di un determinato progetto) al ricorrere del quale viene meno il suo *interesse all'investimento*.

²⁶² Cfr. *supra* Paragrafo 2.6.

²⁶³ Non pare, tuttavia, che la circostanza sia tale da condurre ad una sovrapposizione, sia pur parziale, del «riscatto», riferibile ai titoli azionari, con il «rimborso» proprio dei titoli obbligazionari, in quanto tale assimilazione non valorizzerebbe adeguatamente le peculiarità tecnico-giuridiche che si è avuto cura di evidenziare nel presente lavoro. A questo proposito, tuttavia, si evidenzia come i due concetti siano già stati accostati, forse in modo un po' imprudente, dallo stesso legislatore all' art. 12 comma 2 della l. n. 2 del 28 gennaio 2009, che riporta la disciplina dei c.d. “Tremonti Bond” per i quali è appunto prevista «a favore

3.2. Presupposti del riscatto obbligatorio. Riscatto ad nutum e riscatto ad tempus

La necessità di predeterminare i presupposti cui ricollegare l'esercizio del riscatto sembra trasparire anche dalle indicazioni del legislatore comunitario a mente del quale «le condizioni e le modalità del riscatto sono fissate dallo statuto o dall'atto costitutivo»²⁶⁴; tale esigenza, del resto, trovava conferma già nel dibattito pre-riforma sulla legittimità delle azioni riscattabili²⁶⁵ nell'ambito del quale la dottrina, confortata anche dalla prima giurisprudenza sul punto²⁶⁶, si era detta favorevole all'ammissibilità dello strumento a condizione che l'esercizio del *potere* di riscatto fosse possibile solo in circostanze preventivamente determinate²⁶⁷.

dell'emittente, la facoltà di rimborso o riscatto» (per un'analisi di tale ultimo strumento si vedano ABRIANI, *Strumenti finanziari "ibridi" e "azioni cangianti" nella disciplina anticrisi: prime considerazioni sui "Tremonti Bond"*, in *Riv. dir. imp.*, 2009, 417 ss. e CORASANITI – GIANNELLI A. – STRAMPELLI, *I c.d. Tremonti Bond: profili societari, fiscali e contabili, anche alla luce del documento congiunto di Banca d'Italia, Consob e Isvap del luglio 2009*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, 1/2010), 129 ss.

²⁶⁴ Cfr. art. 39 lett. C) della Direttiva 77/91/CEE *supra* alla nota 114. Tuttavia occorre dare atto di come le indicazioni fornite dal legislatore comunitario siano in questo senso piuttosto blande in quanto non prescrivono alcun "contenuto minimo", né forniscono alcuna limitazione in relazione alla natura e alla tipologia dei presupposti da indicarsi. A tal riguardo, è stato altresì sostenuto come il riferimento alle «condizioni di riscatto» contenuto nella Direttiva debba intendersi riferito non tanto ai presupposti cui esso è collegato quanto piuttosto ai criteri economici da adottarsi per la determinazione del corrispettivo dovuto a fronte del suo esercizio (cfr. CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, cit., 515 e PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, cit., 773).

²⁶⁵ Cfr. *supra* Paragrafo 2.2

²⁶⁶ Cfr. la già citata decisione App. Milano 14 luglio 1982 (*supra* nota 132) che ammetteva il riscatto da parte della società a patto che esso operasse in «presenza di situazioni specifiche, oggettive e predeterminate».

²⁶⁷ In questo senso PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, cit., 774; PRESTI, *Le clausole di «riscatto» nella società per azioni*, cit., 404; CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 231 ss.; PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, cit., 370 ss. Tale posizione era giustificata prevalentemente dalla preoccupazione di evitare un uso distorto dell'istituto che si traducesse in una indebita e indiscriminata esclusione del socio sgradito in frode alle limitazioni previste dal tipo societario azionario. A questo riguardo, non è superfluo ricordare che, all'epoca, al fine di affermare la legittimità delle azioni riscattabili nel nostro ordinamento, vi era la necessità di circoscrivere il potere di riscatto entro limiti il più possibile oggettivi al fine di limitare le censure che potevano essere mosse dai fautori della teoria dell'intangibilità dei «diritti individuali del socio» (su cui vedi *supra* Paragrafo 2.2). Tra gli autori non vi era tuttavia uniformità di vedute circa le concrete modalità con cui configurare i presupposti del riscatto: per alcuni infatti (CALVOSA, *op. loc. ult. cit.*) essi dovevano in ogni caso rispondere alle

Queste istanze, tuttavia, sono state disattese dal legislatore nazionale che, in sede di recepimento della Direttiva 77/91/CEE, non ha ritenuto di fornire nell'articolo 2437-*sexies* alcuna indicazione circa la necessità di contemplare i presupposti cui subordinare l'attivazione del riscatto. Tale scelta – come era prevedibile – ha suscitato un intenso dibattito tra gli interpreti volto a chiarire, con riferimento alle azioni riscattabili, se la determinazione dei presupposti costituisca elemento *naturale* o *essenziale* della fattispecie e, in quest'ultima ipotesi, quali siano le tipologie e il livello di dettaglio richiesto dalla normativa. A tal proposito, per i fini che qui rilevano, occorre dar atto di come la maggioranza degli interpreti sia propensa a ritenere che il presupposto del riscatto, ancorché non menzionato dalla disposizione di cui all'art. 2437-*sexies*, sia elemento imprescindibile nella disciplina della azioni riscattabili²⁶⁸ e come, per converso, non possa essere ritenuta legittima l'emissione di tale tipologia di azioni con clausola di riscatto *ad nutum*, attivabile cioè secondo la piena e insindacabile discrezionalità del soggetto titolare del potere di riscatto²⁶⁹.

esigenze di “personalizzazione” e controllo qualitativo della composizione della compagine azionaria (qualifiche professionali, legami familiari, etc.); per altri (PERRINO, *op loc. ult. cit.*), invece, era sufficiente che esso fosse collegato ad eventi obiettivamente verificabili che potevano riguardare tanto la persona del socio che accadimenti esterni alla sua sfera di controllo.

²⁶⁸ DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies*, cit., 420; CAPPIELLO, *sub art. 2437-sexies*, cit. 990 e ss.; CALLEGARI, *sub art. 2437 sexies*, cit. 1445 ss.; CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, cit., 53 nota 10, MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 243. In senso lato favorevoli ad una rigida predeterminazione dei presupposti anche OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, cit., 487; GROSSO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, in *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosini, Torino, 2003, 127 e ss.; GUERRINI, *sub art. 2437 sexies*, cit. 843 e ss.; BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, cit., 937; DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, cit., 396.

²⁶⁹ Tale posizione, tuttavia, non è unanime tra gli autori: non mancano infatti coloro che, pur con diverse sfumature, si sono pronunciati in senso favorevole rispetto alla possibilità di emettere azioni riscattabili *ad nutum* da parte della società o dei soci (cfr. ESPOSITO, *L'esclusione come strumento generale di “exit” societario*, cit., 292; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova S.p.A.*, cit., 111 ss.; SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 160 ss. e, da ultimo, VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 190 ss.) In particolare, i fautori di questa tesi fanno leva, *inter alia*, sul dato letterale ricavabile dalla disposizione di cui all'art. 2437-*sexies* e sulla struttura dei rapporti nella

Le argomentazioni portate a sostegno di tale tesi sono per gran parte le medesime già sviluppate nel contesto del dibattito pre-riforma²⁷⁰ e prendono le mosse da un'assimilazione, sul piano funzionale, del *potere di riscatto* con le ipotesi di esclusione o decadenza del socio²⁷¹ nelle società di persone e di capitali per rilevare come vi sia, nel nostro ordinamento, un principio trasversale che impone di ricollegare l'uscita forzosa del socio dalla compagine sociale a «parametri valutativi (o criteri di selezione) oggettivi, univoci e suscettibili di effettivo controllo (anche in sede giudiziale)²⁷²».

Per quanto concerne, invece, la tipologia e la natura dei presupposti cui ricollegare il riscatto, la maggior parte degli interpreti si è mostrata favorevole alla possibilità di includervi un ampio novero di circostanze (inerenti la persona del socio riscattato o da questi totalmente indipendenti in quanto legate ad eventi esterni) purché non meramente potestativi, obiettivamente verificabili e funzionali al perseguimento dell'interesse sociale²⁷³.

Le conclusioni di cui si è appena dato conto non paiono tuttavia poter essere replicate *pari passu* con riferimento alla disciplina delle azioni redimibili e ciò

società per azioni nella quale assume centralità la partecipazione azionaria e non la figura del socio. In quest'ultima prospettiva, le limitazioni all'esercizio del potere di riscatto andrebbero ricercate non tanto nella predeterminazione oggettiva dei presupposti quanto piuttosto nella congrua valorizzazione delle azioni oggetto di acquisto.

²⁷⁰ Tuttavia, nel rinnovato contesto normativo, esse hanno tratto nuova forza dall'introduzione dell'art. 2473-*bis* che impone il rispetto di una «giusta causa» per tutte le ipotesi di esclusione del socio statutariamente previste nelle società a responsabilità limitata.

²⁷¹ Sul punto si vedano, tuttavia, le osservazioni in senso critico di VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 197 ss. il quale osserva come la sovrapposizione tra il riscatto di cui all'art. 2437-*sexies* e l'istituto della decadenza sia, tanto sul piano funzionale che sul piano degli effetti, parziale e non soddisfacente.

²⁷² CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, 54. Peculiare la posizione di DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, cit., 396 che giunge alle medesime conclusioni sull'assunto che il riscatto, in quanto istituto causalmente neutro, necessita di essere collegato a presupposti specifici e determinati che ne costituiscono la «causa in concreto».

²⁷³ CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, cit., 51 ss.; MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, cit., 243 nota 50; DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, cit., 396; CALLEGARI, *sub art. 2437 sexies*, cit. 1444 ss.; GALLETTI, *sub art. 2437 sexies*, cit., 1637; CAPPIELLO, *sub art. 2437 sexies*, cit., 863; GROSSO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, cit., 1310; DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies*, cit. 419 *contra* CARMIGNANI, *sub art. 2437-sexies* secondo cui, al contrario, le azioni riscattabili, anche nel nuovo ordinamento, sono utilizzabili solo con finalità di personalizzazione della compagine azionaria.

per la principale ragione che queste ultime, come più volte rilevato, non espongono il loro titolare al rischio di subire il riscatto forzoso ma, al contrario, lo rendono *dominus* del processo riconoscendogli il diritto, al verificarsi del presupposto, di provocare la vendita dei titoli²⁷⁴. Sotto tale profilo, dunque, le azioni redimibili non presentano alcuna affinità con le ipotesi di esclusione o decadenza del socio e, pertanto, non si palesa in relazione ad esse l'esigenza, percepita con riguardo alle azioni riscattabili, di subordinare l'esercizio del riscatto al verificarsi di eventi non dipendenti dalla volontà del socio riscattante onde evitare che quest'ultimo abbia il pieno controllo sulle sorti dell'investimento effettuato dal soggetto riscattato²⁷⁵.

La sopra delineata differenza strutturale tra azioni riscattabili e azioni redimibili, non può tuttavia ritenersi sufficiente per decretare la legittimità, con riferimento a queste ultime, di un *diritto al riscatto* attivabile *ad nutum*: infatti – in virtù della già ricordata prossimità funzionale che esse presentano con l'istituto del recesso e, in particolare, con il recesso convenzionale di cui all'art. 2437 comma quarto – occorre dar conto delle critiche che sono state mosse in ordine alla possibilità di prevedere un recesso *ad nutum* di fonte convenzionale al fine di verificare se, ed eventualmente in quale misura,

²⁷⁴ Con l'eccezione, evidentemente, delle azioni redimibili che prevedono un riscatto automatico per le quali, come visto, il trasferimento opera *ipso iure* al verificarsi del relativo presupposto senza possibilità per alcuno dei soggetti coinvolti nel trasferimento forzoso di sottrarsi al suo operare. Si noti, peraltro, come tale peculiare caratteristica renda le azioni redimibili con riscatto automatico strutturalmente incompatibili con la possibilità di prevedere un riscatto *ad nutum* atteso che quest'ultimo comporta necessariamente per il titolare delle azioni la possibilità di scegliere se avvalersi o meno del *diritto al riscatto*. Per tale ragione, le considerazioni che seguono circa la compatibilità tra riscatto *ad nutum* e azioni redimibili devono intendersi riferite esclusivamente alle azioni dotate di un vero e proprio *diritto al riscatto* (indipendentemente dal fatto che esso abbia natura potestativa o acceda allo schema del contratto preliminare di compravendita unilaterale).

²⁷⁵ Con precipuo riferimento alle azioni riscattabili, si osserva, tuttavia, come, ad avviso di chi scrive, non possa affermarsi l'esistenza nel nostro ordinamento di un generale e inderogabile *diritto all'investimento* teso ad impedire al socio riscattato (*i.e.*, il titolare di azioni riscattabili) di assoggettare al controllo discrezionale altrui la propria partecipazione. Tale posizione infatti, appare priva di convincenti giustificazioni e paga un dazio forse oggi eccessivo, nel mutato quadro legislativo, alla teoria dell'intangibilità dei «diritti individuali del socio» (su cui vedi *supra* Paragrafo 2.2). Infatti, anche a voler ritenere esistente un principio di tal sorta, esso deve ritenersi disponibile al socio riscattato il quale può rinunciarvi accettando di sottoscrivere una clausola statutaria di riscatto che rimetta tutta (o buona parte) delle sorti del suo investimento alla volontà del soggetto riscattante.

esse possano essere condivise e ritenute applicabili al riscatto di azioni redimibili²⁷⁶.

A questo proposito, il primo ostacolo che si frappone all'inserimento in statuto di un diritto di recesso convenzionale *ad nutum* è di ordine letterale e si fonda sul tenore della disposizione di cui all' art. 2437 comma quarto che, prevedendo la possibilità di inserire «ulteriori cause di recesso» sembra richiedere l'inserimento di presupposti determinati (o determinabili) e non meramente potestativi²⁷⁷. Tale rilievo, tuttavia, non lascia pienamente soddisfatti²⁷⁸ e, in ogni caso, in quanto ancorato su un dato normativo non direttamente riferibile alle azioni redimibili, non pare essere spendibile in relazione a queste ultime.

Sotto altro profilo, le limitazioni all'esercizio della libertà di introdurre cause di recesso convenzionali sarebbero per alcuni²⁷⁹ riconducibili a ragioni di ordine sistematico che inducono a ritenere l'istituto del recesso funzionalmente orientato alla tutela del socio di minoranza in situazioni in cui quest'ultimo si trovi a subire decisioni assunte dalla maggioranza²⁸⁰ che abbiano un impatto sul profilo di rischio e sulle caratteristiche dell'investimento.

²⁷⁶ A riguardo, non è superfluo ricordare che, ai sensi di quanto previsto all'art. 2437 comma quarto, la possibilità di prevedere un recesso convenzionale *ad nutum* sussiste per le sole società “chiuse” contratte a tempo determinato.

²⁷⁷ Cfr. STELLA RICHTER M. JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, cit., 395; CAPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso per giusta causa nelle s.p.a. e nelle s.r.l.*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2004, 502; TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2004, 372; GABRIELLI, *La disciplina del recesso nel nuovo diritto societario*, in *Studium iuris*, 2004, 731.

²⁷⁸ Cfr. le critiche mosse da VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 420 e DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, cit., 158 che mettono in dubbio l'interpretazione secondo cui il riferimento alle «ulteriori cause di recesso» debba intendersi riferito esclusivamente a presupposti oggettivi.

²⁷⁹ Cfr. TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, cit., 370 e MARASÀ, *sub art. 2437-2437-quinquies*, in Marasà-Ciocca, *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, Padova, 2011, 17.

²⁸⁰ A questo riguardo non vi è unanimità di vedute tra gli autori circa l'organo da cui possono promanare le decisioni suscettibili di dar luogo all'esercizio del diritto di recesso: per alcuni, infatti (TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, cit., 380 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio nelle società di capitali*, cit., 302 ss.) le uniche decisioni cui è possibile ricollegare il diritto di recesso del socio di minoranza sono quelle maturate in sede assembleare; per altri invece (MARASÀ, *sub*

Al riguardo, non può tacersi di come questa finalità, in quanto riferita ad eventi esterni rispetto alla sfera giuridica del socio uscente, appaia incompatibile con l'ipotesi di recesso *ad nutum*, nel quale, al contrario, lo scioglimento del vincolo sociale dipende in modo esclusivo da una decisione unilaterale del soggetto che intende avvalersene. Tuttavia, occorre parimenti riconoscere come la predetta finalità non esaurisca il novero delle funzioni che il recesso è chiamato ad assolvere, potendosi rinvenire nell'ordinamento la tendenza a riconoscere al socio la facoltà di giovare di tale istituto anche in situazioni di altro tipo come, ad esempio, in presenza di vincoli statutari e situazioni di fatto particolarmente gravosi che limitino o, comunque, pregiudichino la possibilità di liquidare l'investimento attraverso l'ordinaria procedura di vendita. È questa, ad esempio, l'esigenza che ha condotto il legislatore a riconoscere un diritto di recesso *ad nutum* di fonte legale e inderogabile al socio di società "chiusa" contratta a tempo indeterminato (art. 2437 comma terzo) il quale, in caso contrario, vedrebbe pregiudicato il proprio *diritto al disinvestimento* dall'assenza di un mercato liquido per i propri titoli e, soprattutto, dalla presenza di un vincolo sociale privo di un termine conoscibile *ex ante* che potrebbe scoraggiare l'ingresso di nuovi soci. Simili ragioni di tutela, d'altro canto, si rinvengono anche nella fattispecie, già esaminata, di cui all'art. 2355-*bis* secondo comma nella quale il diritto di recesso – o il riscatto obbligatorio²⁸¹ – garantiscono l'uscita del socio in presenza di un controllo "forte" sulla procedura di vendita della partecipazione da parte dell'organo amministrativo o di altri soci.

La casistica sopra menzionata – corroborata dai più ampi rilievi sul rinnovato spazio di tutela riservato al *diritto al disinvestimento* nel nuovo ordinamento societario²⁸² – sembrano suggerire che la possibilità di recesso convenzionale non vada intesa come "funzionalmente" orientata ad uno specifico scopo ma, al contrario, quale strumento di valorizzazione dell'autonomia privata verso utilizzi dell'istituto maggiormente diversificati. A

art. 2437-2437-*quinquies*, cit., 17; FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 193) il diritto di recesso può essere riconosciuto anche in relazione e delibere assunte in sede consiliare purchè ultime abbiano caratteristiche tali da incidere sulle caratteristiche dell'investimento del socio recedente.

²⁸¹ Sulla non equivalenza dei due rimedi si veda quanto detto *supra* alla nota 170.

²⁸² Cfr. *supra* Paragrafo 1.2.

questo riguardo, con riferimento ai presupposti cui il diritto di recesso deve essere subordinato, si rileva come la previsione espressa di un'ipotesi legale di riscatto *ad nutum*, di cui all'art. 2437 comma terzo, porti a ritenere come l'esercizio del recesso non debba essere necessariamente condizionato al verificarsi di eventi endosocietari²⁸³ e come, in principio, quantomeno con riferimento alle società chiuse²⁸⁴, non vi siano ragioni interne a tale istituto che ne rendano l'esercizio incompatibile con eventi tutti interni alla sfera giuridica del socio recedente e che possono anche consistere in unilaterali determinazioni di volontà da parte di quest'ultimo²⁸⁵. Sotto altra prospettiva, si rileva poi come il tenore delle disposizione da ultimo esaminata, nel quale il diritto di recesso è riconosciuto in virtù delle caratteristiche di durata e diffusione dei titoli della società sul mercato, confermi come tale istituto non vada inteso *esclusivamente* come strumento di tutela della "minoranza" ma possa altresì fungere da tutela di soci che detengano una percentuale maggioritaria del capitale sociale.

Ciò chiarito, occorre confrontarsi con l'obiezione secondo cui un esercizio indiscriminato del diritto di recesso *ad nutum* arreca pregiudizio agli interessi dei creditori e alla stessa società la quale – giusta applicazione dell'articolo

²⁸³ A questo proposito si registra un largo consenso in dottrina verso il riconoscimento del diritto di recesso al ricorrere di eventi esterni alla sfera sociale purché oggettivamente determinabili, cfr., *ex multis*, BIONE, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, cit., 207; DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 231; GALLETTI, *sub art. 2437*, in *Il nuovo diritto delle società*, cit., 522; PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, cit., 522 ss.; VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 338 *contra* FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 190 ss. D'altra parte si è già visto come, anche con riferimento alle azioni riscattabili, molta parte della dottrina si sia espressa positivamente rispetto alla possibilità di prevedere, quali presupposti del riscatto, eventi esterni alla sfera sociale (cfr. *supra* nota 273)

²⁸⁴ Tale limitazione pare potersi ricavare dal fatto che, come già messo in luce, il recesso *ad nutum* di fonte legislativa è riservato solo alle ai soci di società che non dispongono di un mercato liquido ove negoziare i titoli. Cfr. sul punto quanto detto *supra* al Paragrafo 3.1.

²⁸⁵ In questo senso SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 153 e CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 74, *Cause convenzionali di recesso (art. 2437 e 2473)*, in *Massime notarili in materia societaria*, cit. *contra* CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso per giusta causa nelle s.p.a. e nelle s.r.l.*, cit., 502; CARMIGNANI, *sub art. 2437*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, tomo II, Torino, 2003, 882 ss.; DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, cit., 158; VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 338.

2437-*quater* comma sesto – vedrebbe aumentare considerevolmente il rischio di incorrere in una causa di scioglimento²⁸⁶.

Tale rilievo perde tuttavia di vigore se riferito alle disciplina delle azioni redimibili e ciò tanto nell'ipotesi in cui il riscatto sia posto a carico dei soci, quanto in quella in cui esso spetti alla società. Infatti, nel primo caso, non sussiste, con ogni evidenza, alcuna minaccia all'integrità del patrimonio sociale e agli interessi dei creditori che su di esso fanno affidamento posto che la società non potrà mai essere chiamata – diversamente da quanto avviene nel recesso all'esito della procedura devolutiva di cui all'art. 2437-*quater* – a farsi carico delle conseguenze economiche del riscatto.

Sull'altro fronte, con riferimento al possibile riscatto a carico della società si è già osservato come l'eventuale scioglimento di quest'ultima non possa costituire conseguenza naturale del riscatto obbligatorio di azioni, salva l'ipotesi in cui esso sia stato espressamente voluto e previsto dai consociati (nel qual caso l'ammissibilità di un riscatto *ad nutum* andrebbe valutata non tanto alla luce della disciplina delle azioni redimibili quanto piuttosto su quella del recesso convenzionale)²⁸⁷. Per quanto concerne, invece, la tutela degli interessi dei creditori si ritiene che essa possa essere adeguatamente assicurata dal rispetto dei limiti imposti dalla normativa sull'acquisto di azioni proprie e che, pertanto, l'imposizione di ulteriori ed inderogabili aggravii alla libertà della società di far uso delle proprie risorse al fine di procedere al riscatto dei titoli non trovi giustificazione nell'ordinamento. Tale valutazione, del resto, sembra trovare conferma anche nella disciplina delle azioni riscattabili che, all'articolo 2437-*sexies*, pone come unico limite quantitativo

²⁸⁶ Manifestano perplessità per la tutela degli interessi dei creditori sociali STELLA RICHTER M. JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, cit., 395; DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 232; MARASÀ, *sub art. 2437-2437-quinquies*, cit., 17; con riferimento alle società a responsabilità limitata si vedano anche le osservazioni di DACCÒ, *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto e limiti all'autonomia privata nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 2004, 478. Sul pregiudizio arrecato all'interesse sociale si veda invece TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, cit., 151 il quale, per converso, non ritiene di particolare rilievo il profilo della tutela dei creditori sociali potendo questi ultimi essere adeguatamente tutelati dal rimedio dell'opposizione di cui all'articolo 2445 comma quarto (applicabile alla procedimento di liquidazione in caso di recesso giusta il richiamo di cui all'art. 2437-*quater* comma settimo).

²⁸⁷ Cfr. quanto detto *supra* al Paragrafo 2.6.

all'esercizio del *potere di riscatto* da parte della società il rispetto delle disposizioni di cui all'art. 2357 e 2357-*bis* (e non si vede ragione per imporre ulteriori vincoli per l'ipotesi in cui il riscatto avvenga in ottemperanza di un *obbligo* statutariamente imposto come nel caso delle azioni redimibili²⁸⁸).

Le considerazioni che precedono portano quindi a ritenere che – differentemente da quanto affermato dalla dottrina maggioritaria con riferimento al recesso e alla disciplina delle azioni riscattabili – non vi siano valide ragioni per escludere in nuce la possibilità di emettere azioni redimibili che attribuiscono un diritto di riscatto *ad nutum*. Tale facoltà necessita tuttavia di essere meglio limitata e circostanziata alla luce di alcuni vincoli che emergono dalla disciplina dettata in tema di recesso e che sembrano, in questo contesto, meritevoli di riconferma. In particolare, si evidenzia come, similmente a quanto previsto dall'art. 2437 comma terzo, l'esercizio del *diritto di riscatto* a cura del titolare delle azioni redimibili debba soggiacere a un termine di preavviso²⁸⁹ che, in ogni caso non potrà essere inferiore a centottanta giorni e, nel caso in cui sia espressamente regolato nello statuto, non superiore all'anno²⁹⁰.

Tale termine di preavviso, infatti, appare dettato, nella disciplina sul recesso, dalla necessità di tutelare le esigenze organizzative di tutti i soggetti potenzialmente coinvolti, sul lato passivo, nel procedimento di liquidazione dei titoli anche al fine di dar loro il tempo di procedere al reperimento delle

²⁸⁸ Nondimeno, non ci può esimere dal rilevare come nell'ipotesi in cui il riscatto sia effettuato in esercizio di un *potere*, come nel caso delle azioni riscattabili, residui la possibilità per i creditori che abbiano subito un ingiusto pregiudizio dalla sua effettuazione di agire nei confronti dei soggetti che abbiano deciso di procedervi (i.e., gli amministratori) non apparendo, per converso, tale rimedio ugualmente percorribile nel caso in cui il riscatto sia avvenuto in adempimento di un *obbligo* statutario (come nel caso delle azioni redimibili) poiché, in quest'ultima circostanza, appare molto più difficile la configurazione dell'acquisto come "atto gestorio" con conseguente applicazione del regime di cui all'art. 2394 cod. civ (in questo senso BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, 123, nota 28).

²⁸⁹ Tale termine – come osservato da SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 154 – deve ritenersi sospensivo unicamente dell'efficacia del diritto di riscatto non già del suo esercizio (che, invece, si ritiene perfezionato per effetto della semplice comunicazione della scelta di avvalersi del diritto di riscatto secondo le formalità che saranno previste nello statuto).

²⁹⁰ In questo senso, con riferimento alla possibilità di prevedere un diritto di recesso *ad nutum*, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 74, *Cause convenzionali di recesso (art. 2437 e 2473)*, in *Massime notarili in materia societaria*, cit.; con specifico riferimento alle azioni redimibili SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 160, nota 214.

riscorse necessarie a procedere all'acquisto. A questo riguardo, poiché le esigenze di tutela sono le stesse che si riscontrano nei confronti dei soggetti chiamati al riscatto di azioni redimibili – stante anche l'identità delle rispettive posizioni giuridiche di soggezione al diritto altrui – appare ragionevole richiedere anche in tale circostanza il rispetto del medesimo requisito (anche per l'ipotesi in cui nessuna previsione specifica sia dettata sul punto dallo statuto)²⁹¹.

In aggiunta a quanto precede, e per le ragioni già esposte²⁹², l'emissione di azioni redimibili *ad nutum*, quando posta a carico della società, deve ritenersi preclusa alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio²⁹³. Chiariti così i limiti entro i quali è possibile ricorrere all'emissione di azioni redimibili *ad nutum*, è opportuno fare alcune riflessioni su come il loro utilizzo possa incidere sulle dinamiche dei rapporti sociali e su alcuni accorgimenti che possono essere adottati nell'esercizio dell'autonomia statutaria per limitarne gli effetti distorsivi.

A questo riguardo, la dottrina statunitense ha osservato come un esercizio spregiudicato del diritto al riscatto *ad nutum* a spese della società possa comportare il sistematico indebolimento di quest'ultima a causa della sottrazione delle risorse che vengono distratte dall'attività di impresa per essere destinate al riscatto²⁹⁴.

²⁹¹ Così deve ritenersi che – mentre la determinazione del valore delle azioni oggetto di riscatto dovrà essere riferita al momento della comunicazione di esercizio (cfr. *supra* nota 289) – la verifica in ordine alla disponibilità delle risorse per procedere all'acquisto nel rispetto dei vincoli imposti dalla disciplina per l'acquisto di azioni proprie dovrà invece avvenire al termine del periodo di preavviso (in questo senso, BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 154, nota 137).

²⁹² Cfr. *supra* Paragrafo 3.1.

²⁹³ Al contrario, non sembrano esservi particolari preclusioni all'emissione da parte di società "aperte" di azioni redimibili *ad nutum* con obbligo a carico dei soli soci, ferme restando le già evidenziate perplessità circa l'effettiva utilità pratica dello strumento (cfr. *supra* Paragrafo 3.1).

²⁹⁴ Si vedano le osservazioni sull'*unconditional buy out right* sviluppate da EASTERBROOK – FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., per i quali i meccanismi distorsivi legati all'uso delle azioni redimibili avrebbero l'effetto di aumentare il costo del credito a carico della società emittente tradendo, in questo modo, il fine tipico delle azioni redimibili. Di diverso avviso HETHERINGTON – DOOLEY, *Illiquidity and Exploitation: a Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem*, in *Virginia Law Review*, Vol. 63 1977, 44 ss. per i quali la possibilità di ottenere il riscatto *ad nutum* dei titoli

Al riguardo, si osserva in via preliminare come le obiezioni cui si è fatto cenno non possano essere considerate quali argomenti che depongono a favore della (già confutata) illegittimità del riscatto obbligatorio *ad nutum* atteso che esse riguardano risvolti, per così dire, “patologici” dello strumento i cui effetti dovrebbero essere contrastati mediante ricorso a clausole generali applicabili alle relazione tra socio e società tra cui, primo fra tutti, l’obbligo di buona fede nell’esecuzione del contratto²⁹⁵. In secondo luogo, con specifico riferimento al nostro ordinamento, si rileva come il rispetto delle norme sull’acquisto di azioni proprie, appaia, nelle intenzioni del legislatore, presidio sufficiente a tutelare l’integrità del patrimonio sociale e, pertanto, entro tali limiti, la società debba ritenersi libera di utilizzare come meglio crede le proprie risorse disponibili anche, eventualmente, assumendo un obbligo di destinazione sistematica delle stesse all’acquisto dei propri titoli.

Su queste basi, pare quindi di poter concludere che l’unico rimedio contro i comportamenti opportunistici posti in essere in sede di esercizio del diritto al riscatto *ad nutum* sia rappresentato da un oculato esercizio dell’autonomia statutaria. In proposito, al fine di evitare un ricorso indiscriminato allo strumento, potrebbe ad esempio immaginarsi che il *diritto al riscatto* divenga

renderebbe gli stessi molto più appetibili per i nuovi investitori sul mercato secondario facilitandone la vendita e relegando così l’effettivo esercizio del *diritto al riscatto* ad un ruolo secondario. Nel nostro ordinamento, anche SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 157, ha mostrato di non condividere il rilievo secondo cui il ricorso alle azioni redimibili *ad nutum* incrementerebbe il costo del credito osservando come, quantomeno con riferimento alle società “chiuse”, esso venga generalmente concesso non tanto sulla base della stabilità patrimoniale della società ma «in funzione di specifiche garanzie aventi per oggetto elementi dell’attivo d’impresa o del patrimonio dei soci, nonché a fronte della stipulazione di appropriati *covenants*».

²⁹⁵ Sull’applicazione del principio di buona fede nell’esercizio del diritto di recesso *ad nutum* si veda SANTORO, *L’abuso del diritto di recesso ad nutum*, in *Contr. e impr.*, 1986, 766 ss. il quale identifica la presenza di un abuso ogniqualvolta il recesso sia esercitato in assenza di una “giusta causa”. Tale posizione non appare tuttavia condivisibile in quanto limita eccessivamente le possibilità di esercizio di recesso *ad nutum*, privandolo della sua natura potestativa e riconducendolo alla diversa figura del recesso per “giusta causa” il cui esercizio dipende pur sempre dall’esistenza di circostanze esterne alla sfera recedente. In questo senso appaiono maggiormente condivisibili le considerazioni di CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso per giusta causa nelle s.p.a. e nelle s.r.l.*, 506 ss. il quale afferma, con riferimento alle società a responsabilità limitata, che «il recesso *ad nutum* [...] possa essere giudicato *abusivo* ogniqualvolta sia provato che il medesimo sia stato esercitato al solo fine di danneggiare la società», preservando così la natura potestativa del diritto ma censurando l’ipotesi in cui questo venga esercitato con il solo fine di arrecare un danno alla controparte.

efficace solo dopo che sia trascorso un certo periodo dall'emissione delle azioni redimibili (fermo, ovviamente, l'obbligo di preavviso di almeno centottanta giorni)²⁹⁶ o prevedere che l'esercizio del *diritto al riscatto* prima di tale scadenza – o in altre diverse circostanze particolarmente sfavorevoli per la società – comporti l'applicazione di criteri per la determinazione del corrispettivo maggiormente penalizzanti per il titolare di azioni redimibili²⁹⁷. In aggiunta, sulla scorta dell'esperienza maturata in altri ordinamenti²⁹⁸, è possibile prevedere la costituzione di una apposita riserva statutaria in cui far

²⁹⁶ Questa soluzione è fatta propria dall'ordinamento spagnolo con riferimento alle azioni riscattabili ad opera della società (cfr. art. 500 del *Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital* che prevede «*si el derecho de rescate se atribuye exclusivamente a la sociedad, no podrá ejercitarse antes de que transcurran tres años a contar desde la emisión*»). Nel nostro ordinamento, il ricorso a un termine iniziale minimo prima del quale non è possibile richiedere il riscatto dei titoli è stato analizzato da SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 159 ss. Al riguardo, per altro, non è superfluo osservare che la possibilità di prevedere un termine minimo prima del quale non è consentito, per le società contratte a tempo indeterminato, esercitare il diritto di recesso *nutum* è espressamente prevista dall'art. 2328, comma secondo, numero 13) che impone che tale termine non sia superiore all'anno. Tale ultimo limite, tuttavia, non sembra potersi applicare alle azioni redimibili in quanto esse, diversamente dal recesso *ad nutum* dalle società a tempo indeterminato, rappresentano una forma di *exit* puramente convenzionale il cui esercizio può essere quindi più liberamente disciplinato dalle parti che, pertanto, saranno libere anche di prevedere iniziale per il riscatto anche per una durata superiore (in questo senso, BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 127 nota 42).

²⁹⁷ In questo senso si rileva come in dottrina si registi un certo consenso con riguardo alla possibilità di derogare ai criteri di calcolo del valore della partecipazione nelle ipotesi di recesso convenzionale cfr. STELLA RICHTER JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, cit., 400; DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, cit., 335; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 74, *Cause convenzionali di recesso (art. 2437 e 2473)*, in *Massime notarili in materia societaria*, cit. contra DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 237. La previsione di criteri penalizzanti di liquidazione in relazione ad ipotesi di recesso *ad nutum* è stata oggetto di indagine anche da parte della giurisprudenza (anche se non con riguardo alla società per azioni): si vedano in proposito Trib. Milano, 22 ottobre 1990, in *Giur. comm.*, 1992, II, 307 ss. e Cass. 10 luglio 2003, n. 10848, in *Società*, 2004, 183 ss. Sui limiti alla libera determinazione del corrispettivo dovuto a fronte dell'esercizio del riscatto di azioni redimibili si veda quanto detto *infra* al Paragrafo 3.5.

²⁹⁸ Il riferimento è ai c.d. *sinking fund* propri della prassi statunitense su cui v. WILSEY, *The Use of Sinking Funds in Preferred Stock Issue*, in *The Journal of Finance*, 1947, 31 ss. Nel nostro ordinamento si vedano GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit., 175; CAPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso per giusta causa nelle s.p.a. e nelle s.r.l.* e SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 169 nota 232. Nella dottrina spagnola, DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatabales*, cit., 273 ss.; DE LA CONCEPTION CHAMORRO DOMINGUEZ, *Las acciones rescatabales de la sociedad anonima cotozada*, Madrid, 2007, 191 ss.

confluire, tramite accantonamenti obbligatori, le risorse da utilizzare per procedere al riscatto con la precisazione che solo gli importi risultanti da tali poste contabili potranno essere utilizzati per procedere all'acquisto dei titoli²⁹⁹. In questo modo, dunque, i soci introdurrebbero, per via pattizia, un regime quantitativamente più restrittivo rispetto a quello che disciplina l'acquisto di azioni proprie che, all'art. 2357, consente l'utilizzo di tutti gli «utili distribuibili e [del]le riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio».

Per quanto concerne, invece, i presupposti "oggettivi" cui collegare l'attivazione del riscatto, già si è rilevato come essi possano dipendere sia da vicende che coinvolgono direttamente la società e/o i suoi soci sia da eventi esterni e da essi non condizionabili. Nell'ambito di quest'ultima categoria, merita particolare menzione la possibilità di collegare l'insorgere del *diritto al riscatto* allo scorrere del tempo³⁰⁰, prevedendo che il titolare di azioni redimibili possa ottenere l'acquisto dei titoli a scadenze predeterminate, anche mediante dismissioni parziali della propria partecipazione al fine di ottenere un'uscita progressiva e programmata dal capitale della società³⁰¹. Questa modalità di riscatto, per la quale non si nutrono particolari perplessità sotto il profilo della determinazione dei presupposti³⁰², dà luogo a quella forma di partecipazione "*ad tempus*" cui già si è fatto cenno che acuisce la natura "ibrida" delle azioni redimibili accostandole ancor di più, con

²⁹⁹ Al riguardo si segnala tuttavia l'opinione espressa, con riferimento al recesso, da PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. soc.*, 1991, 110 secondo cui l'utilizzo delle riserve contabilmente disponibili potrebbe risultare comunque precluso nell'ipotesi in cui la società versi in uno stato di sottocapitalizzazione "formale" (sul tema v. anche DACCÒ, *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto e limiti all'autonomia privata nella società a responsabilità limitata*, cit., 478).

³⁰⁰ Tale opzione è disponibile anche per le azioni con riscatto automatico cui devono ritenersi applicabili le considerazioni che seguono nel corpo del testo.

³⁰¹ La predeterminazione del momento in cui avverrà l'*exit* appare idonea a soddisfare sia l'interesse del socio investitore, il quale può conoscere in anticipo e con precisione i tempi di liquidazione del proprio investimento, sia del soggetto obbligato al riscatto (siano essi i soci o la società) i quali potranno programmare con anticipo l'esborso degli oneri dovuti a titolo di corrispettivo. Sullo scioglimento programmato del vicolo sociale si veda, in termini generali, PARODI, *L'uscita programmata dal contratto*, Milano, 2005, 101 ss.

³⁰² Particolari criticità emergono, invece, nel caso in cui il corrispettivo da riconoscersi a seguito dell'esercizio del diritto al riscatto sia determinato *ex ante* in misura fissa e immodificabile (cfr. in merito quanto si dirà *infra* al Paragrafo 3.5).

riferimento all'orizzonte temporale dell'*investimento*, al funzionamento tipico degli strumenti di debito³⁰³.

3.3.1 soggetti obbligati al riscatto. Limiti all'obbligo di riscatto a carico di soggetti diversi dai soci e dalla società.

Questione connessa ai presupposti cui può essere collegato l'obbligo di riscatto è quella relativa alle categorie di soggetti che sono chiamati ad adempierlo. A questo proposito, sulla scorta di quanto previsto per le azioni redimibili dall'art. 2437-*sexies*, si è dato fin qui per assodato che tale obbligo possa essere indifferentemente posto a carico, con l'applicazione di regimi normativi differenti, «della società o dei soci». Giunti a questo punto si rende tuttavia opportuno meglio precisare tale affermazione anche al fine di verificare se, ed eventualmente con quali limiti, possa essere concepibile un riscatto ad opera di soggetti diversi da quelli sopra indicati.

Posta in questi termini, la questione interpretativa da risolvere è molto simile a quella già affrontata in dottrina con riferimento all'individuazione dei soggetti legittimati al riscatto delle azioni riscattabili; per tale ragione, è utile guardare alle osservazioni sviluppate in tale sede con l'avvertenza che esse si riferiscono a soggetti posti dalla clausola di riscatto in posizione attiva (in quanto titolari di un *diritto di riscatto*) mentre, nella fattispecie delle azioni redimibili, gli acquirenti della partecipazione, in quanto gravati da un *obbligo*, si trovano sempre in posizione passiva. Al netto di questa distinzione, tuttavia, la natura del problema verte in entrambi i casi sullo spazio di cui gode l'autonomia statutaria nel plasmare le posizioni giuridiche di coloro che, nell'ambito del riscatto azionario, agiscono quali acquirenti dei titoli e di capire se, in tale contesto, vi sia spazio per l'intervento di soggetti che in principio non sono parte del contratto sociale. Sotto questo profilo, dunque, pare che molte delle considerazioni svolte con riferimento alle azioni

³⁰³ Il tema è stato approfondito soprattutto dalla dottrina americana che riconduce questa particolare tipologia di azioni alla categoria degli *unsecured quasi bond*, cfr. sul punto WILSEY, *The Use of Sinking Funds in Preferred Stock Issue*, cit., 907; con riguardo al nostro ordinamento si veda lo scritto di LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001.

riscattabili possano trovare applicazione, nei termini che si andranno ad illustrare, anche con riferimento alle azioni redimibili.

In primo luogo, occorre precisare come le parti siano libere di allocare l'onere del riscatto senza la necessità di una rigida alternanza tra soci e società³⁰⁴ potendo, ad esempio, prevedere che i primi abbiano la facoltà di procedere all'acquisto dei titoli e che la società intervenga obbligatoriamente come acquirente di ultima istanza al fine acquistare i titoli rimasti inoperti e assicurare il diritto al disinvestimento del socio uscente³⁰⁵ o, ancora, stabilire che l'ordine dei soggetti e la ripartizione dell'obbligo tra di loro muti al mutare del presupposto cui il riscatto è collegato.

Con precipuo riferimento all'ipotesi in cui il riscatto sia addossato ai "soci", esso può essere strutturato in almeno tre differenti variabili. L'opzione più semplice, per quanto concerne la struttura societaria, consiste nell'attribuire proporzionalmente l'obbligo di riscatto a *tutti i soci* (diversi, evidentemente dal soggetto che esercita il diritto al riscatto³⁰⁶). In alternativa, è possibile far ricadere l'obbligo di acquisto solo su una parte della compagine sociale attraverso la creazione di una categoria di "azioni riscattanti"³⁰⁷ o mediante

³⁰⁴ In questo senso, con riferimento alla disciplina delle azioni riscattabili, si esprimono fra gli altri PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1308; GALLETTI, *sub art. 2437-sexies*, cit., 1635; CICONTE, *sub art. 2437-sexies*, cit., 1244; con precipuo riferimento alle azioni redimibili, BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 49.

³⁰⁵ Si noti, tuttavia, che ogniqualvolta l'obbligo di riscatto gravi sulla società, il *diritto al disinvestimento* del socio uscente potrà trovare soddisfazione solo compatibilmente con il rispetto della disciplina sull'acquisto di azioni proprie (cfr. *supra* nota 242).

³⁰⁶ Tuttavia, a questo riguardo, si evidenzia come sia consigliabile adottare opportuni correttivi al fine di evitare che ai titolari di azioni redimibili che non si siano avvalsi del diritto al riscatto – e che, per tale ragione, vengano chiamati all'acquisto delle azioni del socio uscente – sia consentito recuperare gli importi del corrispettivo da versare al socio uscente esercitando a loro volta il diritto al riscatto ed innescando così reazioni a catena che potrebbero complicare i rapporti sociali e neutralizzare l'utilità dello strumento. Tale rischio è particolarmente evidente nel caso di azioni redimibili *ad nutum* o per le quali l'insorgenza del *diritto al riscatto* sia comunque direttamente influenzabile dai relativi titolari (al riguardo si veda anche quanto detto *infra* al Paragrafo 3.4).

³⁰⁷ In particolare, l'*obbligo di riscatto* può essere incorporato in titoli che già di per sé costituiscono una categoria speciale o rappresentare un «diritto diverso» (*latu sensu* inteso, cfr. *supra* nota 45). Favorevoli a quest'ultima soluzione, con riferimento alle azioni riscattabili, PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1308; GALLETTI, *sub art. 2437-sexies*, cit., 1637; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., 612; CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, cit., 47.

l'individuazione degli stessi *per relationem* attraverso clausole statutarie apposite, con il limite rappresentato dal divieto di «personalizzazione» del tipo societario azionario³⁰⁸.

Ciò precisato, occorre chiarire se residui uno spazio per ampliare il novero dei soggetti che possono essere chiamati al riscatto includendovi anche coloro che partecipano alla società non a titolo di soci (quali, ad esempio, i portatori di strumenti finanziari partecipativi) o, in un'ipotesi più estrema, coloro che sono completamente estranei alla società.

La questione è stata oggetto di ampio dibattito in dottrina con riferimento alla disciplina delle azioni riscattabili ove tale possibilità è apparentemente preclusa dalla laconicità del dato normativo di cui all'art. 2437-*sexies* che menziona esclusivamente quali controparti del riscatto la società e i soci³⁰⁹. Nondimeno, anche in tale ambito, si sono registrate significative aperture con riferimento, ad esempio, alla possibilità di prevedere che il riscatto sia esercitato da soggetti non soci ma che comunque hanno un rapporto *partecipativo* con la società; in particolare, vi è stato chi, nonostante il tenore opposto della lettera della norma, si è detto favorevole a ricomprendere tra i soggetti riscattanti coloro che partecipano, a diverso titolo, alla società grazie all'attribuzione di «diritti endosocietari patrimoniali e/o amministrativi» quali i portatori di strumenti finanziari partecipativi³¹⁰. Tale possibilità merita di essere confermata anche con riferimento alle azioni redimibili in quanto non sembra vi siano ostacoli a procedere all'emissione di strumenti finanziari partecipativi "riscattanti" inserendo un'apposita previsione nel relativo

³⁰⁸ Non saranno ammissibili, pertanto, clausole che individuino nominativamente i soggetti obbligati al riscatto o che facciano riferimento ad essi in modo apparentemente astratto mediante ricorso a criteri studiati *ad personam* (*contra* FERRARA-CORSI, *L'imprenditore e le società*, Milano, 2009, 444, nota 2 i quali, con riferimento all'ipotesi di cui all'art. 2355-*bis* si esprimono a favore di un obbligo di riscatto addossato al singolo socio). Circa la sorte di tali clausole, in ottemperanza al già citato principio di conservazione del contratto, sembra ragionevole, ove possibile, conferire loro rilevanza sul piano esclusivamente parasociale. Si rammenta, inoltre, che questa modalità di individuazione dei soggetti obbligati al riscatto è sconsigliata per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio in virtù delle incertezze e difficoltà applicative che determina in ragione dell'ampia e mutevole diffusione dei titoli sul mercato (cfr. *supra* nota 250).

³⁰⁹ Per una ricostruzione del dibattito si rimanda a VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 154 ss. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, cit. 28 ss. ove numerosi riferimenti a altra dottrina.

³¹⁰ PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., 1308.

regolamento³¹¹. In particolare, la disponibilità dei portatori di strumenti finanziari partecipativi a procedere all'acquisto delle azioni redimibili – assumendosi il relativo obbligo di riscatto ed esponendosi al correlato onere – potrebbe rappresentare l'apporto “tipico” sottostante all'emissione di tale strumento al fine di soddisfare il requisito di cui all'art. 2346 comma sesto c.c. Così configurata, dunque, l'emissione di strumenti finanziari partecipativi “riscattanti” consentirebbe di individuare *ex ante* soggetti chiamati al riscatto diversi dai soci e dalla società mantenendo al contempo il perfezionamento del fenomeno acquisitivo nel contesto endosocietario.

Da ultimo, resta da analizzare la possibilità di obbligare al riscatto un soggetto terzo che non abbia, cioè, con la società alcun tipo di rapporto che assuma rilevanza sul piano “sociale”. A questo riguardo, deve anzitutto riconoscersi come una siffatta circostanza comporti, per il principio di intangibilità della sfera giuridica altrui, l'impossibilità di prevedere un obbligo che insorga *direttamente* in capo al terzo senza ottenere il suo preventivo consenso³¹².

Per converso, sembra residuare uno spazio per meccanismi statuari che prevedano un coinvolgimento del terzo in via *indiretta* ed *eventuale*. A tal proposito, prendendo spunto dalle soluzioni prospettate dalla dottrina con riferimento all'ipotesi di riscatto obbligatorio di cui all'art. 2355-*bis*³¹³ e mutuando il modello legale del contratto per persona da nominare di cui

³¹¹ Di contro, non sembra possibile ammettere un *obbligo di riscatto* a carico dei portatori di obbligazioni non apparendo tale prestazione compatibile con le finalità dello strumento da questi sottoscritto (che, tutt'al più, può incorporare una *facoltà* o un *obbligo* di conversione del capitale di debito in capitale di rischio ma non un *obbligo di acquisto*).

³¹² Consenso d'altra parte, impossibile da ottenere *ex ante*, posto che anche un'ipotetica individuazione del soggetto terzo chiamato al riscatto dovrebbe, se effettuata nello statuto, sottostare ai già citati limiti di «personalizzazione» del rapporto socio/società che impongono necessariamente un'identificazione tramite criteri astratti e non da subito riconducibili a un individuo determinato. Tale possibilità del resto è esclusa anche dalla maggior parte della dottrina che si è occupata della medesima questione con riferimento all'attribuzione del *potere di riscatto* nelle azioni riscattabili (cfr., *ex multis*, VITALI, *Le azioni riscattabili*, cit., 171 ss; MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, cit., 231; DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies*, 421 *contra*, prima della riforma, CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 270 ss.); non sembrano quindi esserci dubbi nel riconfermarla, *a fortiori*, con riguardo alle azioni redimibili che comportano un incidenza ben maggiore nell'altrui sfera giuridica.

³¹³ Cfr. *supra* nota 165.

all'art. 1401 c.c., pare legittimo prevedere che il soggetto chiamato al riscatto – sia esso socio, società o portatore di strumenti finanziari partecipativi – abbia la facoltà di nominare un terzo che, previa prestazione del relativo consenso, si sostituisca a lui nell'acquisto dell'azione³¹⁴ e versi il corrispettivo dovuto, restando altresì inteso che, in mancanza di tale nomina debitamente accettata dal terzo, gli effetti del riscatto dovranno prodursi in capo al soggetto obbligato in prima istanza³¹⁵. Tale soluzione si presenta quindi come un equilibrato compromesso consentendo, da un lato, il rispetto dei principi inderogabili del nostro ordinamento che impediscono la creazione *ab initio* di un obbligo di riscatto esosocietario e, dall'altro, assicurando ai soggetti chiamati al riscatto un valido strumento per sciogliersi dal vincolo senza compromettere il *diritto al disinvestimento*³¹⁶.

3.4. Modalità operative e “consunzione” del diritto al riscatto nell'esercizio dell'autonomia statutaria

Già si è rilevato come, in mancanza di un solido apparato normativo di riferimento, buona parte del funzionamento delle azioni redimibili nello svolgimento della vita societaria dipenda dall'accorto uso dell'autonomia statutaria nel disciplinare l'esercizio del diritto al riscatto. A questo proposito, dopo aver chiarito quali debbano essere i presupposti e i soggetti legittimati al riscatto, è opportuna qualche considerazione sugli aspetti più strettamente

³¹⁴ Incidentalmente si osserva come tale meccanismo di sostituzione non appaia compatibile con clausole che prevedano il riscatto automatico di azioni al verificarsi del relativo presupposto.

³¹⁵ Simili soluzioni sono state prospettate dalla dottrina anche con riferimento alla disciplina delle azioni riscattabili, cfr. DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies*, 422 il quale rileva come esse siano state adottate nella prassi anche da due società quotate (Mid Industry Capital S.p.A. e Cape L.I.V.E. S.p.A.).

³¹⁶ A questo riguardo, è stato giustamente osservato (BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 59) come tale meccanismo di prestiti ad abusi dal parte dell'obbligato principale il quale potrebbe essere portato a sostituire a se stesso un terzo insolvente pregiudicando così il diritto del titolare di azioni redimibili a ricevere il corrispettivo del riscatto. Tale rischio, tuttavia, appare connaturato a tutte le ipotesi nelle quali si fa ricorso allo schema negoziale del contratto per persona da nominare e può essere temperato ad un accorto uso dell'autonomia privata (ad esempio prevedendo che l'obbligato principale sia tenuto a fornire documentazione comprovante la solidità finanziaria del terzo o, in mancanza, a garantire il suo adempimento).

operativi, ma non per questo meno importanti, che presiedono al perfezionamento del riscatto e del fenomeno acquisitivo ad esso sotteso.

In primo luogo, in tutti i casi in cui il riscatto sia collegato all'insorgenza di un presupposto determinato o determinabile, è opportuno che lo statuto preveda modalità precise e rispettose del principio di parità di trattamento per informare del suo verificarsi tutti i soggetti coinvolti nella fattispecie acquisitiva che non ne possano avere conoscenza diretta. In ogni caso – anche in assenza di precise disposizioni in questo senso nello statuto – pare ragionevole ritenere che i titolari del diritto al riscatto che non siano venuti a conoscenza dell'acquisita efficacia del loro diritto debbano essere di ciò informati e che il relativo obbligo di comunicazione debba essere addossato (i) ai soggetti obbligati al riscatto (nelle ipotesi in cui essi abbiano concorso al verificarsi del presupposto o ne siano comunque venuti a conoscenza)³¹⁷ e (ii) agli amministratori della società (in relazione al verificarsi di quei presupposti legati allo svolgimento della vita della società o riconducibili alle sue *performance*)³¹⁸.

³¹⁷ Tale obbligo sembra riconducibile a un generale principio di buona fede nell'esecuzione del contratto e deve ritenersi sussistente soprattutto nell'ipotesi in cui il titolare di azioni redimibili non sia posto nelle condizioni di venire autonomamente a conoscenza del presupposto (ad es. in caso di presupposti relativi a fatti esterni alla sfera sociale, quali la perdita del possesso di specifiche qualifiche da parte del soggetto tenuto al riscatto). Chiaramente, qualora il diritto al riscatto si innesti nello schema del contratto preliminare di compravendita unilaterale (cfr. *supra* Paragrafo 3.1), i soggetti chiamati al riscatto potranno assolvere all'obbligo di comunicazione contestualmente alla presentazione dell'offerta di acquisto. In ogni caso, quando l'assolvimento di tale obbligo risulti essere troppo gravoso per i soggetti obbligati al riscatto, pare equo ritenere che questi possano limitarsi ad effettuare la comunicazione esclusivamente nei confronti degli amministratori chiedendo a questi di provvedere ad inoltrarla ai titolari di azioni redimibili. Tale opzione si rende opportuna specialmente nelle circostanze in cui il riscatto coinvolga un elevato numero elevato di soggetti, al fine di centralizzare e coordinare il flusso informativo.

³¹⁸ Con la precisazione che, nel caso di omessa comunicazione da parte degli amministratori dovuta a dolo o colpa grave, i titolari di azioni redimibili che abbiano subito un pregiudizio potranno intraprendere un'azione individuale di responsabilità verso i primi ai sensi dell'art. 2395 c.c. Resta inteso che, nelle ipotesi in cui l'obbligo di comunicazione sia configurabile sia in capo agli amministratori che ai soggetti obbligati al riscatto (es. delibera assembleare cui abbia concorso il soggetto obbligato al riscatto), la comunicazione da parte di uno solo dei due obbligati esonererà l'altro dal provvedervi (fermo restando quanto osservato *supra* alla nota 317). Per quanto concerne le modalità con effettuare la comunicazione, non si rinvencono nell'ordinamento indici normativi che, in assenza di una previsione statutaria *ad hoc*, forniscano indicazioni utili. In proposito, avuto riguardo all'incertezza del quadro

Inoltre, sempre con riferimento ad azioni redimibili al verificarsi di un presupposto determinabile, è consigliabile che lo statuto indichi un termine entro cui il titolare delle azioni possa legittimamente esercitare il diritto al riscatto³¹⁹ unitamente alle modalità cui sarà tenuto a farlo³²⁰.

L'esigenza di indicare un termine per l'esercizio del *diritto al riscatto*, oltre che da evidenti ragioni operative, è dettata, infatti, dalla necessità di tutelare

normativo di riferimento, appare ragionevole ritenere che, in mancanza di indicazioni precise nello statuto, le modalità di comunicazione debbano essere calibrate in base al numero dei destinatari cui sono rivolte in modo da assicurare la più ampia diffusione possibile privilegiando, ove possibile, forme che forniscano prova dell'avvenuta ricezione da parte del relativo destinatario.

³¹⁹ Termine che dovrà decorrere dal verificarsi del presupposto o dalla formulazione della proposta definitiva di acquisto a seconda che il diritto al riscatto si configuri come diritto potestativo o acceda allo schema del contratto preliminare di compravendita unilaterale (per la distinzione tra le due fattispecie cfr. *supra* Paragrafo 3.1.). In relazione a quest'ultima possibilità, preme altresì rilevare la necessità che lo statuto preveda, in aggiunta a quanto sopra, anche un termine (cronologicamente anteriore) entro cui, a seguito del verificarsi del presupposto, il soggetto obbligato al riscatto sarà tenuto a presentare la propria proposta definitiva di acquisto dei titoli. A riguardo deve ritenersi che, in mancanza di una indicazione in proposito nello statuto, il titolare di azioni redimibili possa ottenere la fissazione di tale termine per via giudiziale (arg. ex art. 1183 c.c.). Resta inteso che, allo spirare del termine stabilito (dallo statuto o dal giudice), il titolare di azioni redimibili, in mancanza di offerta, potrà attivare i rimedi a lui riservati dall'ordinamento (cfr. *supra* note 166 e 256). In senso conforme con quanto precede BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 125 ss. e, con riferimento all'ipotesi di riscatto obbligatorio di cui all'art. 2355-*bis*, STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis*, cit., 579.

³²⁰ A questo riguardo, è opportuno precisare che l'allocatione delle azioni oggetto di riscatto tra i soggetti obbligati a procedere all'acquisto dovrà avvenire sempre nel rispetto del principio di parità di trattamento. Per tale ragione, anche in assenza di un'esplicita previsione statutaria in questo senso, le azioni da acquistare dovranno essere distribuite in modo proporzionale tra tutti i soggetti obbligati (ad. es. proporzionalmente fra tutti i soci o i titolari della categoria di "azioni riscattanti") non potendosi evidentemente allocare tutte le azioni ad un unico soggetto con l'obiettivo, a seconda dei casi, di favorirlo (accrescendo la sua partecipazione a discapito di altri) o danneggiarlo (esponendolo ad un onere economico per lui sproporzionato e insostenibile). Per quanto riguarda, invece, la comunicazione di esercizio del diritto al riscatto da parte del titolare di azioni redimibili pare necessario, ai fini del perfezionamento della fattispecie acquisitiva e in ossequio al principio consensualistico, adottare forme che assicurino la ricezione da parte del destinatario (*i.e.*, il soggetto obbligato all'acquisto) e ciò indipendentemente dal fatto che il diritto al riscatto si configuri come diritto potestativo o acceda allo schema del contratto preliminare di compravendita unilaterale. In particolare in proposito, potrebbe ipotizzarsi, in analogia con quanto previsto dell'art. 2437-*bis*, in tema di comunicazione dell'esercizio del diritto di recesso, l'utilizzo della lettera raccomandata.

la posizione dei soggetti obbligati al riscatto i quali non possono trovarsi esposti *sine die* alle determinazioni del soggetto titolare di azioni redimibili³²¹. Quanto sopra rende evidente come sia necessario individuare, in via suppletiva, un termine per l'esercizio del diritto del riscatto anche per l'ipotesi in cui nessuna previsione specifica sia dettata sul punto in statuto. A questo riguardo, in assenza di una regolamentazione organica di riferimento, occorre fare ricorso all'interpretazione analogica e individuare l'istituto che, nel caso che ci occupa, meglio risponde alle esigenze di tutela del soggetto onerato. In proposito, poiché quest'ultimo si trova ad essere vincolato alla propria proposta mentre il titolare di azioni redimibili può decidere liberamente se accettarla o meno, pare che la norma che meglio si adatta a questo scopo sia quella relativa al patto d'opzione di cui all'art. 1331 cod. civ a mente del quale «se per l'accettazione non è stato fissato un termine, questo può essere stabilito dal giudice». Per tale via, dunque, il soggetto chiamato al riscatto che intenda liberarsi di tale vincolo potrà, in seguito al verificarsi del presupposto, rivolgersi al giudice affinché, in mancanza di un'apposita previsione statutaria, abbia a stabilire un termine in cui il titolare di azioni redimibili debba intendersi decaduto dal proprio diritto (ove non abbia provveduto ad esercitalo)³²².

³²¹ Circostanza che, tra l'altro, avrebbe l'effetto di trasformare un diritto di riscatto circostanziato in un diritto di riscatto *ad nutum* per tutto il tempo successivo al verificarsi del presupposto cui esso è subordinato. Sotto altro profilo, si osservi come la necessità di circoscrivere temporalmente l'esercizio del diritto al riscatto emerga con chiarezza in molte altre fattispecie "tipiche" di riscatto conosciute dal legislatore quali, ad esempio, nella disciplina civilistica del patto d'opzione (art. 1331 comma secondo c.c.) e della compravendita con riscatto convenzionale (art. 1501 c.c.) o, nel contesto più specificatamente societario, con riferimento al diritto di *sell-out* di cui all'art. 108 TUF (da esercitarsi entro i termini decadenziali stabiliti a norma del comma settimo, lettera *b*) della medesima disposizione). In senso parzialmente contrario BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 125 ss. il quale sembra ritenere che la fissazione di un termine per l'esercizio del *diritto al riscatto* si imponga solo laddove lo stesso assuma natura potestativa e non nel caso in si innesti nello schema del contratto preliminare di compravendita unilaterale (per la distinzione tra le due fattispecie cfr. *supra* Paragrafo 3.1.). L'opinione tuttavia non pare pienamente condivisibile atteso che, al netto delle differenze che riguardano il perfezionamento dell'acquisto della partecipazione, la posizione del soggetto obbligato al riscatto (e le conseguenti necessità di tutela) appaiono sostanzialmente coincidenti in ciascuna delle due fattispecie.

³²² Cfr. tuttavia, in senso contrario, l'opinione di BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 126 ss. il quale – muovendo dalla considerazione secondo cui l'esigenza di

Considerazioni diverse, invece, devono essere svolte con riguardo alle azioni che prevedono un diritto al riscatto *ad nutum* per le quali, in mancanza di un presupposto obiettivamente determinabile collegato all'insorgere del diritto, appare invero difficile, in assenza di una previsione statutaria che militi in senso opposto, immaginare un termine di decadenza diverso da quello che coincide con la durata della società³²³ (ferma restando, ovviamente, la necessaria applicazione di un termine di preavviso per l'esercizio del diritto ricavabile in via analogica dalla disciplina sul recesso di cui all'art. 2437 comma terzo)³²⁴.

Per quanto concerne l'acquisto delle azioni oggetto di riscatto, da ritenersi effettuato sempre a titolo derivativo³²⁵, occorre poi chiarire se, ai fini del suo perfezionamento, sia indispensabile procedere al pagamento del corrispettivo dovuto per il riscatto. La questione si pone soprattutto perché, con riferimento alle azioni riscattabili, alcuni autori hanno guardato al fenomeno del riscatto come negozio a struttura "complessa", in cui – in analogia con quanto previsto nel modello della vendita con patto di riscatto

stabilire un termine per l'esercizio del diritto al riscatto si impone solo quando questo abbia natura potestativa – prospetta l'applicazione analogica della disciplina che stabilisce i termini per l'esercizio del diritto di recesso di cui all'art. 2437-*bis* (la quale, a sua volta, prevede termini diversi a seconda che il suo insorgere sia determinato da una deliberazione o da un altro fatto). L'interpretazione proposta tuttavia non convince pienamente in quanto sembra difficile poter giustificare, sulla base della sola prossimità funzionale tra recesso e azioni redimibili, l'applicazione *de plano* del complesso, rigido e articolato regime decadenziale di cui all'art. 2437-*bis* in assenza di qualsiasi indicazione in questo senso nello statuto. Al contrario, pare invece più opportuno che il giusto equilibrio tra l'esigenza di tutelare la posizione del soggetto obbligato al riscatto e quella di garantire un termine congruo al titolare di azioni redimibili per l'esercizio del correlato diritto sia valutata discrezionalmente dal giudice, caso per caso, su istanza di parte secondo quanto previsto dall'art. 1331.

³²³ Così BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 126, il quale, per altro, manifesta perplessità circa la possibilità di applicare tale principio anche alle società contratte a tempo indeterminato (per le quali, in ogni caso, l'emissione di azioni redimibili appare invero più un'ipotesi di scuola che una concreta possibilità stante la garanzia legislativa di un diritto di recesso *ad nutum* a norma dell'art. 2437 comma terzo, cfr. *supra* Paragrafo 3.2).

³²⁴ Cfr. *supra* Paragrafo 3.2.

³²⁵ Cfr. *supra* nota 158

(art. 1503) – il pagamento del corrispettivo assurge a condizione di efficacia del riscatto medesimo a pena di decadenza³²⁶.

Al riguardo non vi è margine per ritenere che le medesime conclusioni possano trovare applicazione con riferimento alle azioni redimibili posto che, nel caso che ci occupa, il *dominus* del processo di riscatto agisce in posizione di venditore (e non, come avviene per le azioni riscattabili, di acquirente) e che, pertanto, i rapporti di forza tra le parti sono simmetricamente capovolti. Di conseguenza, l'applicazione del regime del negozio a struttura "complessa" al riscatto di azioni redimibili avrebbe l'effetto di rafforzare ulteriormente la posizione del venditore, già titolare del diritto potestativo, sacrificando oltremodo quella del soggetto chiamato al riscatto, il quale si vedrebbe costretto a reperire le risorse necessarie per il pagamento del corrispettivo al fine di poter acquisire la proprietà delle azioni trasferite.

Inoltre, l'applicazione dello schema del negozio a struttura complessa alla fattispecie *de qua* appare eccessivamente tutelante per il socio uscente anche se paragonato al regime di tutela di cui gode il socio recedente per il quale, a parere di alcuni³²⁷, il pagamento del *quantum* dovuto non è condizione necessaria per ottenere la cessazione del vincolo sociale. Alla luce di quanto precede, deve quindi ritenersi sufficiente, ai fini del perfezionamento dell'acquisto delle azioni redimibili oggetto di riscatto³²⁸, il semplice raggiungimento del consenso tra le parti secondo l'ordinario principio consensualistico³²⁹ senza che il pagamento del corrispettivo venga ad assumere rilievo in proposito.

³²⁶ Cfr., prima della riforma, CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 163 e, in seguito alla novella, CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, cit., 70 e ss e DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, cit. 397 nota 48.

³²⁷ In tal senso, pur su differenti basi argomentative, SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 168 nota 231; VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, 354; DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 254.

³²⁸ Perfezionamento del consenso che, a sua volta, avverrà con modalità differenti a seconda della configurazione del *diritto al riscatto* (cfr. *supra* Paragrafo 3.1).

³²⁹ Con la doverosa precisazione che, nell'ipotesi di riscatto a carico della società, tale principio dovrà essere temperato con le norme che disciplinano l'acquisto di azioni proprie. Pertanto, nell'ipotesi in cui il *diritto di acquisto* si configuri come *diritto potestativo* o di *riscatto automatico*, il perfezionamento dell'acquisto dovrà ritenersi, giusta previsione di legge, condizionato alla presenza di utili e riserve disponibili: in tal caso, si potrà quindi dar luogo, alternativamente, al riscatto parziale dei titoli nei limiti delle poste disponibili o

Particolare menzione merita anche la possibilità, da taluni prospettata³³⁰, di estendere alle azioni redimibili la disposizione dettata in tema di recesso ai sensi della quale «il recesso non può essere esercitato e, se esercitato, è privo di efficacia, se, entro, entro novanta giorni, la società revoca la delibera che lo legittima ovvero se è deliberato lo scioglimento della società» (art. 2437-*bis*, comma terzo, c.c.). La procedura si configura, dunque, come una sorta di *ius poenitendi* dei soci che hanno concorso all'insorgenza del diritto di recesso a cui viene consentito di neutralizzarne l'efficacia revocando la delibera che ne aveva determinato l'insorgere o, in alternativa, dando avvio a una procedura che porti alla cessazione del contratto sociale nei confronti di tutti i paciscenti e non solo del socio recedente. Lo scopo della norma è, dunque, quello di consentire ai soci di maggioranza una "soluzione di emergenza" per l'ipotesi in cui, a seguito dell'insorgere del diritto di recesso, essi si rendano conto che la liquidazione della partecipazione del socio uscente potrebbe pregiudicare la stabilità o la stessa sopravvivenza della società³³¹: per ovviare a questo rischio viene quindi loro concesso, in via alternativa, di riammettere il socio uscente e proseguire nell'esecuzione del contratto sociale (previa rimozione della causa di recesso) o, ove ciò non sia possibile, terminare il contratto dando il via a una procedura allargata che coinvolga tutti i portatori di interessi nella società. In questi termini, pertanto, lo *ius poenitendi* può essere letto come un sacrificio imposto all'effettività del diritto di recesso a vantaggio della continuità dell'attività d'impresa o, ove ciò

all'inefficacia dell'intera procedura d'acquisto stante l'impossibilità di soddisfare pienamente il *diritto al disinvestimento* (cfr. *supra* nota 242). Diversamente, nell'ipotesi in cui il *diritto di acquisto* acceda allo schema del preliminare di compravendita unilaterale, deve ritenersi che gli amministratori chiamati a formulare la proposta di acquisto dei titoli debbano tener conto delle limitazioni imposte dalla disciplina sull'acquisto di azioni proprie: essi, pertanto, dovranno impegnarsi all'acquisto esclusivamente per quella quantità di azioni che la società sia legittimata ad acquistare (cfr. BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 138 ss. il quale sottolinea altresì come, nel caso in cui l'offerta non sia formulata nel rispetto di tale limite, la società potrà essere soggetta all'obbligo di vendita per i titoli in eccedenza secondo quanto previsto dell'art. 2357 ferma comunque la responsabilità degli amministratori).

³³⁰ BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 130.

³³¹ Si noti, tuttavia, che il rischio di addivenire al possibile scioglimento della società come possibile conseguenza del riscatto deve ritenersi escluso attesa la già dimostrata impossibilità di applicare *de plano* al riscatto di azioni redimibili la procedura di liquidazione dettata, in tema di recesso, dall'art. 2437-*quater* (cfr. *supra* Paragrafo 2.6).

non sia possibile, di una procedura di *exit* allargata nella quale ognuno potrà far valere le proprie ragioni di credito secondo il regime ordinario.

In proposito, pare che la possibilità di applicare questa disciplina alle azioni redimibili scatti anzitutto due considerazioni preliminari: la prima, evidente già dalla semplice lettura della norma, è che la stessa, così come concepita, può essere applicata solo per quelle tipologie di riscatto il cui presupposto è costituito da una delibera assembleare³³²; la seconda, ricavabile dalla *ratio* della disposizione sopra enunciata, è che essa si presta ad essere utilizzata solo per le ipotesi in cui la società opera come soggetto chiamato al riscatto (non potendo essere la continuità dell'attività di impresa pregiudicata nel caso di riscatto posto a carico di soci o terzi).

Su queste basi, pare potersi ammettere la possibilità che le parti, nell'esercizio della propria autonomia, decidano di estendere, mediante apposita disposizione statutaria in tal senso³³³, l'applicazione di questa disciplina anche al riscatto di azioni redimibili dotando così i soci che non siano titolari di un *diritto al riscatto* di un strumento per neutralizzarne l'efficacia³³⁴. In proposito, tuttavia, è stato giustamente osservato, come la neutralizzazione del *diritto al riscatto* possa operare solo nell'intervallo temporale compreso tra il momento in cui il socio è posto in condizione di

³³² Non pare comunque potersi escludere l'estensione di questa facoltà, per via pattizia, anche a quei presupposti che, pur non essendo rappresentati da delibere assembleari, siano comunque riconducibili ad atti di volontà dei soci stessi. In questo senso, d'altra parte, si sono espressi anche alcuni degli autori in sede di commento della disciplina sul recesso, cfr. CALANDRA BUONAURA, *Il recesso de socio nelle società di capitali*, cit., 305; BIONE, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, cit., 214; DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 224.

³³³ Parzialmente diversa l'opinione di BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 130 ss. il quale sembra ritenere che l'istituto in parola possa applicarsi alle azioni redimibili in via analogica e, quindi, anche in assenza di un'apposita previsione statutaria. Tale interpretazione, tuttavia, non convince del tutto in quanto – similmente a quanto osservato in relazione alla possibilità di applicare in via analogica la disciplina di cui all'art. 2437-bis ai fini della fissazione di un termine decadenziale per l'esercizio del diritto al riscatto (cfr. *supra* nota 322) – la semplice prossimità funzionale tra gli istituti del recesso e del riscatto sotto questo profilo non appare elemento sufficiente per giustificare, in assenza di una qualsiasi indicazione in questo senso nello statuto, l'applicazione di un regime così complesso e penalizzante per il titolare di azioni redimibili.

³³⁴ Sull'assunto, evidentemente, che i soci non titolari di un diritto al riscatto rappresentino la maggioranza della compagine sociale

esercitare il proprio *diritto al riscatto* e il perfezionamento dell'acquisto³³⁵ delle azioni che ne formano oggetto risultando, invece, preclusa a seguito del trasferimento del diritto di proprietà in capo alla società riscattante³³⁶ (a meno di non voler immaginare complesse facoltà di retrocessione da parte di quest'ultima con corrispondente obbligo di riacquisto a carico del titolare di azioni riscattabili).

Le considerazioni che precedono portano a ritenere che, nell'ipotesi in cui venga deliberato lo scioglimento delle società prima del perfezionamento del riscatto, il titolare di azioni redimibili verrà trattato come *residual claimant* alla stregua degli altri soci (fatti salvi ovviamente eventuali ulteriori e diversi diritti particolari di categoria); diversamente, nel caso in cui lo scioglimento intervenga successivamente all'acquisto dei titoli riscattati, il soggetto (ex) titolare di azioni redimibili avrà perso il suo *status* di socio per assumere la posizione di *creditore* (chirografario) della società per un valore pari al corrispettivo ancora da versare (fatti salvi i limiti imposti dalla disciplina sull'acquisto di azioni proprie)³³⁷ e, pertanto, dovrà ricevere tale importo con precedenza rispetto ai soci rimasti in società³³⁸.

³³⁵ Perfezionamento che, come visto, dovrà essere individuato sulla base del principio consensualistico con modalità differenti a seconda dell'effettiva conformazione del diritto al riscatto. Pertanto, nell'ipotesi in cui quest'ultimo acceda allo schema del contratto preliminare di compravendita unilaterale, l'esercizio dello *ius poenitendi* sarà consentito fino alla stipula del contratto definitivo.

³³⁶ Così BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 130 ss. il quale osserva come in questo senso militi, tra l'altro, il generale principio di stabilità degli atti di acquisto di azioni proprie che pare ricavabile dal disposto di cui all'art. 2357, comma quarto, c.c.

³³⁷ Per tale ragione, in tutte le ipotesi in cui sia possibile solo un riscatto parziale dei titoli, ci si ritroverà nella situazione descritta *supra* in nota 242, potendosi ammettere, a tutto concedere, un pagamento del corrispettivo nei limiti di capienza delle poste disponibili. L'applicazione di tale disposizione ha, *inter alia*, l'effetto di tutelare la posizione degli altri creditori (chirografari) delle società i quali vedono così limitato il concorso del socio uscente sul patrimonio della società.

³³⁸ Tale soluzione è accolta espressamente dall'ordinamento britannico, che alla *Section 753* del *Companies Act* del 2006, prevede «*if the company is wound up and at the commencement of the winding up any of the shares have not been redeemed or purchased, the terms of redemption or purchase may be enforced against the company*». Come si può notare, tuttavia, la tutela accordata al titolare di azioni redimibili è, in questo caso, più ampia di quella qui prospettata con riguardo al nostro ordinamento in quanto sembra divenire operativa ancor prima del perfezionamento dell'acquisto delle azioni.

Resta inteso che l'ulteriore innesto di tale meccanismo nella (già molto articolata) procedura di riscatto richiederà la predisposizione di clausole molto dettagliate al fine di assicurare un ordinato svolgimento delle varie fasi con particolare riguardo all'esigenza di coordinare termini e modalità di esercizio del *diritto al riscatto* con la facoltà di esercizio dello *ius poenitendi* di cui sopra³³⁹.

In chiusura, è opportuna qualche breve considerazione in ordine alla "consunzione" del *diritto al riscatto* ovvero sulla possibilità che quest'ultimo rimanga incorporato nel titolo anche a seguito del suo esercizio. In altre parole, si tratta di capire se il *diritto al riscatto* sia esercitabile una sola volta – circostanza che verosimilmente comporterebbe la conversione delle azioni redimibili in azioni ordinarie (o comunque non più redimibili) nelle mani del nuovo soggetto che ne sia divenuto titolare a seguito del riscatto – o in più soluzioni anche da parte dei soggetti che abbiano adempiuto all'obbligo di riscatto delle azioni, i quali potrebbero così, a loro volta, ritrasferire i titoli in via coattiva nei confronti di nuovi soggetti obbligati.

Al riguardo si osserva come non sia possibile fornire una risposta su un piano generale e astratto in quanto la possibilità di "consunzione" del diritto al riscatto è strettamente connessa alla natura dei presupposti cui esso è collegato nonché alla tipologia dei soggetti chiamati ad adempiere l'obbligo di acquisto.

È chiaro, ad esempio, come in tutte le ipotesi in cui il diritto al riscatto sia esercitabile esclusivamente nei confronti della società quest'ultima non potrà a sua volta trarne giovamento al fine di ritrasferire i titoli ad un altro soggetto. In questi casi, dunque, lo statuto potrà prevedere, in via alternativa, che, a seguito del riscatto, le azioni perdano definitivamente la caratteristica della redimibilità (eventualmente convertendosi in azioni ordinarie³⁴⁰) o che le stesse continuino a incorporare il *diritto al riscatto*, mantenendo così la loro specialità, con la precisazione che tale diritto non sarà esercitabile fino a

³³⁹ Dovendosi ritenere che, a tal fine, le parti possano anche discostarsi dal termine di 90 giorni di cui all'art. 2437-bis, comma terzo, c.c.

³⁴⁰ La conversione in azioni ordinarie è ipotizzabile in tutte le ipotesi in cui la possibilità di ottenere il riscatto costituisca l'unico tratto qualificante delle azioni redimibili come «azioni di categoria».

quando le azioni non saranno ritrasferite, senza il tramite del riscatto, ad altro soggetto. Per altro verso, nell'ipotesi in cui il soggetto chiamato al riscatto sia un socio individuato *per relationem* a seguito del conseguimento di una determinata qualità (ad esempio, acquisto della maggioranza relativa delle azioni di una certa categoria diversa da quella cui appartengono le azioni redimibili), è ipotizzabile che le azioni redimibili, una volta trasferite per effetto del riscatto, continuino ad incorporare il *diritto al riscatto* così da consentire al soggetto che nei sia divenuto titolare di ritrasferirle con il medesimo meccanismo nel caso in cui venisse meno il suo *status* di azionista di maggioranza relativa.

Sotto altro profilo, è parimenti evidente come l'emissione di azioni redimibili *ad nutum* nei confronti della generalità dei soci imponga che il *diritto al riscatto* sia esercitabile una sola volta – o che, quantomeno, il suo utilizzo venga limitato attraverso la previsione di periodi minimi di detenzione – al fine di evitare che si creino vorticosi trasferimenti di titoli che priverebbero le azioni riscattabili di una qualsiasi utilità rendendole, per converso, dannose per la vita d'impresa³⁴¹.

In definitiva, pare dunque consigliabile che anche questo aspetto sia oggetto di specifica regolamentazione per via statutaria fermo restando che, in ogni caso, la possibilità di “consunzione” del diritto al riscatto dovrà essere valutata avendo riguardo all'interesse perseguito dai soci nel predisporre la relativa clausola e alle finalità cui la stessa è predisposta, secondo le normali regole che presidiano l'interpretazione del contratto.

3.5. Il corrispettivo del riscatto e i limiti alla sua determinazione

Nelle pagine precedenti si è più volte rimarcato come la determinazione del corrispettivo da corrispondersi a fronte dell'esercizio del *diritto al riscatto* costituisca uno dei temi più complessi su cui l'interprete chiamato a ricostruire la disciplina delle azioni redimibili deve pronunciarsi. A ben vedere, l'analisi delle soluzioni disponibili in merito si rivela esemplificativa di molte della peculiarità di questo strumento in quanto evidenzia, da un lato, la

³⁴¹ Cfr. quanto detto *supra* alla nota 306.

sua autonomia rispetto agli altri istituti ad esso, sotto diverse angolature, funzionalmente prossimi (recesso ad azioni riscattabili) e, dall'altro, conferma come questo, pur avendo natura atipica, debba sottostare agli inderogabili limiti imposti dalla sua riconducibilità al contratto sociale e, in particolare, al tipo societario azionario.

A riguardo, iniziando la disamina dalle soluzioni più vicine alla sensibilità del legislatore, pare anzitutto opportuno prendere in esame la possibilità che il corrispettivo per il riscatto di azioni redimibili sia determinato secondo i medesimi criteri da utilizzarsi in sede di recesso (art. 2437-*ter*), i quali sono in larga misura applicabili anche al riscatto di azioni riscattabili giusta il richiamo esplicito fatto, nei limiti della compatibilità, dalla disposizione di cui all'art. 2437-*sexies* nonché espressamente richiamati in tutte le ipotesi legali di riscatto obbligatorio disciplinate dal legislatore (art. 2355-*bis*, 2505-*bis* e 2506-*bis*). In proposito già si è rilevato³⁴² come tali criteri siano ispirati a garantire il *fair market value* della partecipazione e, pertanto, assicurino un equo temperamento degli opposti interessi dei soggetti che agiscono nella compravendita dei titoli. Sotto questo profilo³⁴³, dunque, la loro applicazione anche al riscatto di azioni redimibili non solleva particolari criticità e, anzi, si configura come unica opzione possibile per preservarne il funzionamento nell'ipotesi, invero di limitata rilevanza pratica³⁴⁴, in cui lo statuto nulla preveda con riferimento al determinazione del corrispettivo; in questo caso, infatti, in assenza di qualsiasi indicazione di fonte negoziale, l'unica possibilità di assicurare l'operatività dello strumento sarebbe rappresentata dal ricorso, in via analogica, alla disciplina di fonte legislativa dettata in relazione agli istituti che hanno un maggior grado di familiarità con il riscatto azionario³⁴⁵.

³⁴² Cfr. *supra* Paragrafo 1.2.

³⁴³ Resta ferma invece, la necessità di tutelare gli interessi dei creditori della società per le ipotesi in cui il riscatto sia posto a carico della società. Anche in questo caso, tuttavia, la loro protezione può dirsi assicurata dall'inderogabile applicazione dei principi che regolano e limitano l'acquisto di azioni proprie (cfr. *supra* Paragrafo 3.1).

³⁴⁴ Appare inverosimile, infatti, ritenere che le parti decidano di procedere all'emissione di azioni redimibili – atto che richiede la previsione di disposizioni statutarie *ad hoc* – omettendo ogni riferimento alla determinazione di un elemento così rilevante per il sottoscrittore dei titoli quale è, appunto, la determinazione del corrispettivo.

³⁴⁵ Così BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 140.

Ciò premesso, occorre tuttavia riconoscere che buona parte del successo delle azioni redimibili, nonché della loro capacità di attrarre risorse supplementari adempiendo pienamente a quella funzione di finanziamento per le stesse prospettata, risiede nella possibilità di discostarsi dai criteri di valorizzazione previsti per il recesso al fine di strutturare l'esercizio del *diritto al disinvestimento* secondo le esigenze del socio finanziatore³⁴⁶. Sul punto deve preliminarmente osservarsi che già il legislatore, nello stabilire i criteri di liquidazione per il recesso, prevede la possibilità per lo statuto di indicare elementi di rettifica che conducano ad una diversa valutazione della quota (articolo 2437-*ter* comma quarto)³⁴⁷. Tuttavia, benché tale facoltà sia stata molto valorizzata dagli interpreti – al punto di ritenere che essa non possa ritenersi limitata alle sole modifiche indicate nella norma³⁴⁸ – si registra una tendenza diffusa a ritenere che lo spazio riservato all'autonomia privata in questo ambito debba intendersi come funzionalmente orientato ad assicurare una miglior aderenza del valore di recesso con il *fair market value*. In altre parole, alle parti sarebbe concesso derogare ai criteri legali di liquidazione, anche secondo modalità diverse da quelle suggerite nella norma, a condizione che la diversa valorizzazione conduca ad una più equa determinazione di valore dei titoli³⁴⁹.

Tale limite è stato ritenuto da più parti sussistente anche ai fini della determinazione del corrispettivo per il riscatto di azioni riscattabili e ciò sulla

³⁴⁶ Diversamente si ridurrebbero in modo significativo le differenze esistenti tra forme di recesso convenzionale e azioni redimibili che, in ultima analisi, rimarrebbero limitate alla possibilità di predeterminare l'ordine dei soggetti chiamati al riscatto senza dar luogo alla procedura devolutiva di cui all'art. 2437-*quater* e alla possibilità di scongiurare il rischio di riduzione o scioglimento della società nell'ipotesi di riscatto a carico di quest'ultima.

³⁴⁷ Corre tuttavia l'obbligo di segnalare che in dottrina si sono sollevate perplessità con riguardo alla possibilità di applicare tale facoltà di rettifica alle società quotate in considerazione del fatto che, per esse, risulta sempre disponibile un prezzo di mercato, cfr. MARASÀ, *sub* art. 2437-2437-*quinquies*, cit., 22; STELLA RICHTER M. JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, cit. 399, favorevoli invece all'applicazione anche nei confronti delle società quotate GABRIELLI, *La disciplina del recesso nel nuovo diritto societario*, cit., 734; VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 423.

³⁴⁸ In questo senso VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 408 *contra* MARASÀ, *sub* art. 2437-2437-*quinquies*, cit., 23; FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 174 ss.

³⁴⁹ Così VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 414 ss.; DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 237; FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, cit., 20.

base di due principali argomenti: il primo attinente alla necessità di applicare anche a questo istituto la prescrizione che vieta ogni patto volto a rendere più gravosa l'uscita del socio dalla compagine in relazione alle cause di recesso obbligatorio (art. 2437 ultimo comma)³⁵⁰; il secondo legato all'esigenza di proteggere gli interessi del socio riscattato che, in quanto esposto al *diritto potestativo* di riscatto, vedrebbe tutelata la sua posizione mediante il riconoscimento di un importo commisurato all'effettivo valore della partecipazione³⁵¹.

Senza voler entrare nel merito del dibattito, è sufficiente per i fini che qui rilevano osservare come tali argomenti appaiano inconferenti avuto riguardo alla struttura negoziale delle azioni redimibili. Con riferimento al primo argomento, infatti, sembra difficile sostenere che alle azioni redimibili possa applicarsi il limite di cui all'art. 2437 ultimo comma, volto a rendere meno gravoso l'esercizio del diritto di *exit* nel recesso obbligatorio, e ciò non solo per la mancanza di qualsiasi indice normativo che deponga in questo senso³⁵² ma anche in considerazione della natura puramente convenzionale dell'istituto che si configura come strumento a disposizione dell'autonomia privata per valorizzare le esigenze di *investimento* e *disinvestimento* del

³⁵⁰ Articolo per vero non espressamente richiamato dalla normativa sulle azioni riscattabili ma ritenuto non di meno applicabile all'istituto da alcuni autorevoli interpreti tra cui il CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 99, *Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto*, cit., secondo il quale «è da ritenersi che - tenuto conto di quanto prevede l'articolo 2437, ultimo comma - non possano essere statutariamente previsti criteri di liquidazione dell'azione, in caso di riscatto, idonei a determinare l'attribuzione di valori significativamente inferiori a quelli derivanti dall'applicazione delle regole legali in tema di recesso»; sulla stessa linea anche ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, cit., 39 *contra* ENRIQUES – SCASSELLATI SFORZOLINI, *Adeguamenti statuari: scelte di fondo e nuove opportunità nella riforma societaria*, in *Notariato*, I, 2004, 78, secondo i quali, in mancanza di espresso richiamo all'articolo 2437, ultimo comma nella disciplina *de qua*, sarebbero ammissibili previsioni statutarie in senso peggiorativo.

³⁵¹ In tal senso ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, cit., 323; PACIELLO, *sub art. 2437 sexies*, cit., 1148; GALLETTI, *sub art. 2437-sexies*, cit., 1657; CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, cit., 39 *contra* DE LUCA, *Validità della clausola di trascinarsi ("Drag-along")*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2009, 182 e ss. e BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 96 ss.

³⁵² Si noti, infatti, che anche le ipotesi di riscatto obbligatorio di cui agli artt. 2355-*bis*, 2505-*bis* e 2506-*bis* si richiamano al corrispettivo per il recesso determinato ai sensi dell'art. 2437-*ter* senza tuttavia fare riferimento all'art. 2347 (si ricorda, inoltre, che tale limite non è espressamente richiamato neppure dall'art. 2437-*sexies* con riguardo alle azioni riscattabili).

prenditore dei titoli e, in quanto tale, mal si concilia con vincoli imposti in relazione al (ben più ristretto) novero delle ipotesi di recesso obbligatorio³⁵³. A questo proposito, inoltre, è altresì importante sottolineare come la natura convenzionale dello strumento contribuisca a differenziarlo, in termini di regime applicabile, anche dalle ipotesi di riscatto obbligatorio previste dal legislatore: per queste ultime, infatti, il legislatore impone il rispetto di criteri di liquidazione particolarmente protettivi per il socio uscente onde assicurargli, in via generale e inderogabile, un esercizio “neutrale” del diritto di *exit*³⁵⁴ - almeno sotto il profilo economico - al verificarsi di eventi giudicati particolarmente lesivi della suo *status* di socio (quali, appunto, la necessità di una preventiva approvazione di carattere discrezionale al fine di poter vendere la propria partecipazione, la soppressione di significative cautele procedurali nella fusione o l'imposizione di una scissione non proporzionale che produce l'effetto di mutare l'oggetto e la natura del suo investimento)³⁵⁵. Al contrario, sembra che queste esigenze di protezione non sussistano in relazione ad altri e diversi presupposti, non menzionati dalle norme in quanto di natura convenzionale, per i quali le parti possono dunque

³⁵³ In tal senso GALLETTI, *sub art. 2437-sexies*, cit., 1638.

³⁵⁴ Tale principio sembra trovare indiretta conferma nella posizione di taluni autori che ritengono lecita la clausola statutaria secondo cui il corrispettivo dovuto a fronte dell'esercizio del *diritto al riscatto* di cui all'art. 2355-*bis* può essere altresì commisurato non già ai criteri di liquidazione dettati per il recesso ma al prezzo offerto per la partecipazione dal proposto acquirente essendo in questo caso comunque garantita la “neutralità” del socio uscente sotto il profilo economico rispetto all'ipotesi in cui il gradimento al trasferimento fosse stato concesso (in questo senso STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis*, cit., 583; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 32, *Condizioni di efficacia della clausola di mero gradimento nella S.p.A.*, cit.)

³⁵⁵ Con riferimento alla fattispecie di cui all'art. 2355-*bis*, è significativo notare nel caso in cui la clausola di mero gradimento abbia una durata non superiore a cinque anni, viene da taluni ammessa la possibilità di prevedere criteri di liquidazione peggiorativi rispetto a quelli dettati in relazione a recesso sull'assunto che tale deterioramento della posizione del socio uscente costituirebbe in ogni caso uno scenario migliorativo rispetto al divieto di alienazione *tout court* della partecipazione statutaria che, a norma del medesimo articolo, può essere previsto per una durata massima quinquennale senza che al socio venga riconosciuto alcun tipo di rimedio (in questo senso, STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis*, cit., 584 e la massima 13/2010 del Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Prato e Pistoia consultabile al sito <<http://www.consiglionotarilefirenze.it>>). Tale orientamento sembra quindi indirettamente confermare il principio secondo cui, ai fini della determinazione del corrispettivo dovuto a fronte dell'esercizio del *diritto al riscatto*, le deviazioni dalla disciplina tipica del recesso sono ammesse in tanto in quanto il diritto sia esercitato a fronte del verificarsi di presupposti di *exit* non previsti dal legislatore.

liberamente concordare modalità alternative per la determinazione del corrispettivo, eventualmente anche più penalizzanti per il socio uscente³⁵⁶. Per quanto attiene al secondo profilo, che fa leva sulla posizione del soggetto titolare delle azioni, già si è osservato come con riferimento alle azioni redimibili il socio, anche laddove non risulti essere titolare di un vero e proprio diritto potestativo³⁵⁷, si trovi ad essere *dominus* del processo di riscatto: in una posizione, cioè, simmetricamente opposta rispetto al titolare di azioni riscattabili³⁵⁸. Questa circostanza, unitamente alla sopra rilevata natura convenzionale dello strumento di *exit*, fa venir meno l'esigenza di fissare un limite incompressibile alla determinazione del corrispettivo del riscatto di azioni redimibili per il quale, quindi, può dirsi che l'autonomia statutaria gode di libertà molto più significative rispetto alle ipotesi di recesso (soprattutto di tipo non convenzionale³⁵⁹) e alla fattispecie delle azioni riscattabili³⁶⁰. Come anticipato, tuttavia, l'ampio spazio riservato all'autonomia negoziale, reso ancor più evidente dall'assenza di una precisa

³⁵⁶ Si è già visto (cfr. *supra* Paragrafo 3.2) come la previsione di criteri di valorizzazione delle azioni maggiormente penalizzanti per il socio uscente possa essere utilizzata come disincentivo all'esercizio del diritto al riscatto nei confronti della società al ricorrere di particolari presupposti particolarmente penalizzanti per quest'ultima. A riguardo, si segnala altresì che la possibilità di derogare ai criteri di liquidazione di cui all'art. 2437-ter è stata invocata da più parti anche con riferimento alle ipotesi di recesso convenzionale cfr. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, 158; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massima n. 74, *Cause convenzionali di recesso (artt. 2437 e 2473.) in Massime notarili in materia societaria*, cit.; DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, cit., 335; GALLETTI, *sub art. 2437-ter*, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, cit.; STELLA RICHTER M. JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, cit., 400; *contra* DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, cit., 236; VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, cit., 416 ss.; CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, VII ed, a cura di M. Campobasso, Torino, 2012, 512, nota 22.

³⁵⁷ Il riferimento è, evidentemente, alle ipotesi in cui il *diritto al riscatto* acceda allo schema del contratto di compravendita unilaterale (cfr. *supra* Paragrafo 3.1).

³⁵⁸ Cfr. quanto detto *supra* al Paragrafo 3.2.

³⁵⁹ Cfr. *supra* nota 356.

³⁶⁰ In questo senso BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 142; SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 172 ss.; CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, cit., 201 ss. Sul piano comparatistico, si segnala che il principio è stato da più parti affermato anche in relazione all'ordinamento spagnolo, si vedano, in proposito, DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatabales*, cit., 268, YANES YANES, *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, cit., 159; DE LA CONCEPTION CHAMORRO DOMINGUEZ, *Las acciones rescatabales de la sociedad anonima cotizada*, cit., 465

normativa di riferimento, non si traduce in una generica e indiscriminata libertà di disciplina essendo comunque la regolamentazione del *diritto al riscatto* soggetta, da un lato, al rispetto dei principi generali in tema di diritto dei contratti e, dall'altro, agli specifici vincoli applicabili alle società di capitali e, in particolare, al tipo societario azionario.

Sotto il primo profilo, ad esempio, può rilevarsi come la fonte contrattuale della clausola di riscatto porti a ritenere non ammissibili clausole che rimettano alla totale discrezione di una delle parti coinvolte nel riscatto la determinazione del corrispettivo³⁶¹.

Con riguardo, invece, ai peculiari limiti che derivano dalla natura societaria del riscatto, si è già avuto modo di anticipare come, nell'esperienza del nostro ordinamento³⁶², esso si è rivelato particolarmente problematico sotto il profilo della compatibilità con il divieto di patto leonino.

Tale divieto, come noto, comporta la nullità del patto con il quale uno o più soci sono esclusi dalla partecipazione agli utili o alle perdite (con la precisazione che debbono intendersi ricompresi nell'ambito di applicazione della norma anche quei patti che decretano contemporaneamente l'esclusione tanto dagli utili quanto dalle perdite)³⁶³. In virtù dell'espresso richiamo di cui agli artt. 2293 e 2315 c.c., il divieto si applica espressamente alle società in nome collettivo e in accomandita semplice; nondimeno, pur in mancanza di una espressa disposizione in questo senso, esso è ritenuto, per opinione largamente condivisa in dottrina e giurisprudenza³⁶⁴, applicabile

³⁶¹ Il principio è pacificamente affermato nella dottrina civilistica, cfr., *ex multis*, BARASSI, *La teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1963, 172 ss. e BIANCA, *Diritto civile*, 4, Milano, 1993, 519. Di contro, pare invece potersi ritenere ammissibile la delega della sua determinazione ad un terzo secondo lo schema di cui all'art. 1349 c.c. con la precisazione che, anche in questo, caso, troveranno applicazione i limiti indicati nel prosieguo del Paragrafo.

³⁶² Il riferimento è, anzitutto, alle vicende connesse alle «clausole di smobilizzo» contenute in accordi parasociali (su cui vedi *supra* Paragrafo 2.2) e, in tempi più recenti, alla giurisprudenza sviluppatasi in relazione alle clausole c.d. *put* di matrice extra-statutaria richiamate *infra* nel presente Paragrafo.

³⁶³ Per un inquadramento storico dell'istituto si veda ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, cit., ove ampi riferimenti bibliografici.

³⁶⁴ In questo senso si esprimevano già *ex multis* GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1957, 129; SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959, 180 e ss.; più recentemente GAMBINO, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in

anche alle società di capitali in quanto riguarda le condizioni essenziali del contratto di società, indipendentemente dal regime di responsabilità patrimoniale dei soci³⁶⁵.

La norma mira a garantire l'esistenza di una correlazione tra esercizio delle prerogative riconducibili allo *status* di socio (primo fra tutti l'esercizio di voto in assemblea) e la partecipazione ai risultati di impresa sull'assunto che tale rapporto costituisca un irrinunciabile elemento per assicurare la corretta gestione di impresa e soddisfare, per questa via, un principio di ordine pubblico economico³⁶⁶. Più in particolare, può dirsi che il divieto mira a stabilire un legame necessario, ancorché non necessariamente

Giur. comm., 1979, I, 378 e ss.; ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, cit., 69 e ss. per il quale il principio deve comunque essere temperato con le caratteristiche del modello societario capitalistico. In giurisprudenza, ove il principio è in egual modo assodato, si veda per tutti Cass., 25 giugno 1963, n. 1686, in *Giust. civ.* 1963, I, 2041 e ss.

³⁶⁵ E ciò sull'assunto che le differenze relative al regime patrimoniale cui sono soggetti i soci di società di persone e di capitali riguarda la responsabilità esterna mentre il divieto del patto opera sul piano della ripartizione della responsabilità interna e, in questo senso, è proprio del contratto sociale generalmente inteso (cfr. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, cit., 72 ss.). Ciò nondimeno, la diversa struttura della società di capitali – e della società per azioni in particolare – impone qualche adattamento alla struttura della norma: osserva in proposito SANTAGATA R., *Dei patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" (una rilettura del divieto del patto leonino nella S.p.A. riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, 547 «ai fini dell'applicazione del divieto alle società per azioni, l'«angolo visuale» deve necessariamente spostarsi dal singolo socio alla disciplina del titolo rappresentativo».

³⁶⁶ Tale rappresentazione "unitaria" della *ratio* del divieto è stata sviluppata dalla dottrina fin dalla fine degli anni '50 del secolo scorso allo scopo di superare la concezione dualistica della norma formata sotto la vigenza del presente codice che, da un lato, riteneva la presenza della partecipazione agli utili necessaria in quanto connaturata al contratto sociale e, dall'altro, escludeva la possibilità di stabilire un'esenzione totale dalle perdite per nullità della causa (considerata illecita per violazioni di principi etici di stampo anti-usurario). Per una rassegna dell'interpretazione "unitaria" del divieto si vedano SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, cit., 137; BOLAFFI, *La società semplice*, Milano, 1975, 499; GHIDINI, *Società personali*, Milano, 1972, 316; PIAZZA, voce *Patto leonino*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982, 528; in giurisprudenza si veda, soprattutto, Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927, cit. per cui «la ragione del divieto dell'art. 2265 c.c. deve ravvisarsi nel fatto che la partecipazione agli utili ed al rischio dell'esercizio dell'impresa costituiscono il migliore incentivo all'esercizio avveduto e corretto dei poteri amministrativi» *contra* BARCELLONA, *Clausole di put e call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004, 65 il quale è poco propenso a riconoscere una portata programmatica e di ordine generale alla disposizione ritenendo che la stessa abbia per lo più una portata «meramente dichiarativa/esplicativa» di principi già desumibili *aliunde* dall'ordinamento.

proporzionale³⁶⁷, tra il *potere di gestione* associato alla partecipazione e il *rischio di impresa*³⁶⁸ ad esso connesso così da assicurare che quest'ultimo sia condiviso tra i consociati ed evitare, in questo modo, che si vengano a creare situazioni di "strutturale" conflitto di interessi per la presenza, in seno alla compagine, di soggetti in grado di influire sulla vita impresa con la certezza *ex ante* di non essere esposti alle conseguenze economiche (positive o negative) delle scelte compiute³⁶⁹. A questo proposito, la giurisprudenza di legittimità ha avuto modo di precisare che, per accertare la violazione del divieto, è necessario procedere ad una valutazione "quantitativa" dell'entità dell'esclusione dovendosi ritenere ricompresa nell'ambito di applicazione della norma unicamente «l'esclusione in modo assoluto e sostanziale dai rischi della perdita e dal diritto agli utili per alcuni dei soci rispetto ad altri³⁷⁰».

³⁶⁷ In questo senso, già nello scenario pre-riforma, ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, cit., 46 ss., al riguardo si ricorda che il venir meno della correlazione proporzionale della relazione fra rischio e potere costituisce uno delle novità più significative della riforma delle società di capitali (cfr. *supra* Paragrafo 1.2).

³⁶⁸ Per un'efficace definizione della nozione di rischio d'impresa si veda CAVAZZUTI, voce *Rischio di impresa*, in *Enc. dir.*, Milano, 2000, 1093 che sottolinea come «[l]a suddivisione del rischio di impresa sta alla base di ogni fenomeno societario».

³⁶⁹ Osserva in proposito Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927, cit. «la ragione del divieto dell'art. 2265 c.c., deve pertanto ravvisarsi nel fatto che la partecipazione agli utili e al rischio dell'esercizio dell'impresa costituiscono, inoltre, nella compagine societaria ed in virtù della funzione del contratto di società, l'unico ed essenziale incentivo all'esercizio, in un senso produttivo, in altro senso non avventato, dei poteri corporativi, e giustificano una scelta di politica legislativa nel senso indicato dall'art. 2265 c.c.» Con la precisazione che la necessaria correlazione tra potere di gestione e rischio di impresa non è di tipo biunivoco, ben potendosi ammettere la presenza di accordi che conferiscano al soggetto la partecipazione, in diversa misura, al rischio di impresa senza garantirgli alcuna partecipazione ai relativi processi gestori (si pensi, a titolo esemplificativo, all'ampia gamma di titoli di debito la cui remunerazione dipende dall'andamento di taluni indicatori economici d'impresa). Si vedano, sul punto, ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, cit., 47 e SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2003, 15.

³⁷⁰ Cfr. Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927, cit. Per quanto concerne il requisito dell'"assolutezza" non sembrano esservi dubbi circa il fatto che la stessa vada intesa come totale assenza di correlazione tra potere e rischio di impresa; quanto invece al significato da riconoscersi al requisito della "costanza", la medesima giurisprudenza ha avuto modo di precisare che essa deve riguardare «la posizione, lo *status*, del socio nella compagine sociale, quale delineata nel contratto di società». Alla luce di tale precisazione (su cui v. anche Trib. Cagliari, 3 aprile 2008, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, II, 746 e Cass. 21 gennaio 2000, n. 642, in *Società*, 2000, 697), parrebbero fatte salve le esclusioni che non siano operative per

Chiarito quanto sopra, occorre verificare in che misura il divieto di patto leonino rischi di inficiare la validità dei criteri di determinazione del corrispettivo per il riscatto e, in tal caso, quali rimedi le parti possano adottare al fine di ridurre il rischio di censure sotto tale profilo. A questo proposito, pare che le disposizioni maggiormente problematiche siano quelle in cui, ai fini del calcolo del corrispettivo per il riscatto, non vengono presi in considerazione indici rappresentativi delle *performance* della società ma valori ricavati *aliunde*, la cui determinazione non sia direttamente influenzata da indicatori economici dell'impresa³⁷¹. Per una maggiore facilità di analisi, ai fini che qui rilevano, possono quindi ritenersi esemplificative di tale tipologia di clausole "sospette" tutte quelle disposizioni in cui il corrispettivo sia determinato *ex ante* in misura fissa o in forza di formule che riconoscono un rendimento su basi puramente finanziarie riferite a grandezze non influenzabili dalla società (es. tassi di mercato, indicatori macroeconomici, indicatori di settore, etc.)³⁷².

Queste preliminari considerazioni rendono subito evidente come il tema che qui si affronta sia di estrema rilevanza avuto riguardo alla funzione delle azioni redimibili che, come si è detto³⁷³, sono, nella loro tipica funzione, sottoscritte da "soci finanziatori" maggiormente interessati alla redditività dell'*investimento* che alla natura del bene sottostante e che, per tale ragione,

tutta la durata della società o, in un'ottica più restrittiva, per tutto il tempo in cui il soggetto è socio della compagine. Tuttavia, occorre dare atto fin d'ora che sul punto l'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale non è prevenuta ad interpretazioni sufficientemente condivise. Per una ricostruzione del dibattito, con riferimento alle clausole *put* di natura extra-statutaria si veda SORACE, *Opzioni put e divieto del patto leonino*, note a Trib. Milano. 30 dicembre 2011 e 3 luglio 2012, in *Riv. dir. soc.*, I, 2013, 92 ss.

³⁷¹ Nondimeno, come si avrà modo di chiarire a breve, la circostanza che dal valore così determinato vengano decurtati gli importi percepiti *medio tempore* a titolo di dividendo rappresenta un ulteriore elemento di rischio.

³⁷² Si noti che, ai fini della violazione del patto leonino, ciò che viene primariamente in rilievo è l'assenza di correlazione tra *performance* d'impresa e *quantum* del corrispettivo essendo invece di secondaria importanza il rilievo che le circostanze che danno diritto a richiedere tale importo (*i.e.*, i presupposti del riscatto) vengano fissati in coincidenza con fatti che riguardano la vita sociale o siano da essa indipendenti. Nondimeno, come si vedrà meglio *infra* anche la natura dei presupposti del riscatto può assumere rilievo al fine valutare il rischio di incorrere in una violazione del patto.

³⁷³ Cfr. *supra* Paragrafo 1.3.

potrebbero trovare particolarmente attrattive clausole di riscatto strutturate con queste modalità³⁷⁴.

Tuttavia, preme sottolineare come la scelta di riconoscere un corrispettivo così determinato non valga a negare natura aleatoria alla partecipazione del socio interessato ma semplicemente a mutarne le caratteristiche³⁷⁵: infatti, accettando una clausola siffatta, il titolare di azioni redimibili si assume il rischio che, alla data del riscatto, il corrispettivo a lui riconosciuto sia *diverso* (in quanto superiore o inferiore) al valore di mercato dei titoli. Se da un lato, quindi, il calcolo del corrispettivo in base a parametri estranei alla vita d'impresa costituisce, entro certi limiti³⁷⁶, un presidio contro le perdite di valore della partecipazione, allo stesso tempo esso rende altresì certa l'esclusione dal beneficio rappresentato dagli incrementi di valore cui la stessa può essere soggetta e che conducano a valutazioni più favorevoli di quelle cui si addivene ai sensi della clausola di riscatto. Il rilievo non pare tuttavia di per sé sufficiente ad escludere la violazione del patto, dovendosi a tal fine procedere a una verifica del suo concreto atteggiarsi nelle concrete vicende del riscatto.

A riguardo, ai fini di un'analisi esaustiva, pare opportuno analizzare separatamente le ipotesi a seconda che il soggetto chiamato al riscatto (e al pagamento del relativo corrispettivo) sia la società (anche in via residuale,

³⁷⁴ Si può qui apprezzare una diversa sfumatura della configurazione “finanziaria” delle azioni redimibili rivolta non già alle esigenze di finanziamento delle società per azioni ma a quelle del socio di veder riconosciuto un rendimento, entro certi limiti, certo e determinabile *ex ante* del proprio investimento.

³⁷⁵ Per un'interpretazione in questo senso, con riferimento a clausole di *put* a prezzo fisso di natura extra-statutaria, si vedano Trib. Cagliari, 19 giugno 2000, in *Riv. Giu. Sarda* 2001, 471 e Trib. Milano 13 settembre 2011 in *Giur. comm.*, 2012, 729 e *Riv. dir. comm.* 2012, 233. In dottrina, CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 247 e ID., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, cit., 199.

³⁷⁶ In quanto, come si vedrà meglio *infra*, il socio resta comunque esposto alle eventuali perdite che dovessero maturare *medio tempore* prima dell'esercizio del diritto al riscatto così come al rischio di fallimento o messa in liquidazione della società (circostanze queste ultime che vedrebbero il titolare di azioni redimibili in una posizione di *residual claimant* alla stregua degli altri azionisti, cfr. quanto detto *supra* al Paragrafo 3.4).

quale riscattante di ultima istanza³⁷⁷) o un soggetto diverso (socio, portatore di strumenti finanziari partecipativi o terzo).

Con riguardo alla prima ipotesi, pare che la natura leonina della clausola “sospetta”, per quanto concerne l’esclusione dalle perdite, possa escludersi sulla base del rilievo che, come già evidenziato, il pagamento del corrispettivo, quando posto a carico della società, può essere ottenuto solo nei limiti di quanto previsto dalla disciplina sull’acquisto di azioni proprie e quindi, secondo la capienza degli utili e distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall’ultimo bilancio³⁷⁸. In questo senso, non può dirsi che il titolare di azioni redimibili sia indifferente rispetto all’andamento degli affari sociali poiché le perdite *medio tempore* maturate dalla società andranno ad erodere per prime proprio le poste contabili in cui sono allocate le risorse necessarie a procedere al pagamento³⁷⁹. A ciò si aggiunga che, per tutto il tempo antecedente al verificarsi del presupposto del riscatto, il socio resta esposto a rischi della medesima natura di quelli cui partecipano i soci ordinari e tra

³⁷⁷ Essendo in questo caso sempre la società a sopportare il “rischio” del riscatto nel caso in cui gli altri soggetti ad esso chiamati (soci, portatori di s.f.p. o terzi) decidano di non procedervi.

³⁷⁸ In questo senso SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 175; BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 148, cautamente favorevole anche SANTAGATA R., *Dei patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili”*, cit., 560 ss. per il quale tuttavia il pagamento del corrispettivo deve ritenersi in ogni caso subordinato all’integrale pagamento di tutti i creditori. Nella vigenza del precedente ordinamento si vedano, nella medesima direzione, le opinioni di CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, cit., 247 e PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, cit., 105 ss.

³⁷⁹ In proposito è stato osservato che, laddove vi fossero poste disponibili per procedere al riscatto, la circostanza che il socio uscente riceva, quale corrispettivo per il riscatto, un importo superiore al *fair value* della partecipazione non va considerata quale modalità di esclusione dello stesso dalle perdite ma come criterio di ripartizione non proporzionale dei diritti patrimoniali in sede di liquidazione (cfr. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 175 il quale cita a sostegno DEL POZO, *La amortizaciòn de acciones y las acciones rescatabales*, cit., 203 ss.). La tesi, invero molto raffinata, presta tuttavia il fianco ad alcune critiche tra cui mette conto segnalare quella di SANTAGATA R., *Dei patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili”*, cit., 561 secondo cui «altro è [...] assicurare ad una categoria speciale di azioni un privilegio consistente nell’adozione di criteri di liquidazione delle stesse – in ipotesi “migliorativi” – tali da valorizzare *ex ante* le prospettive reddituali dei conferimenti [...]. Altro è, invece, stabilire *a priori*, in misura fissa, un corrispettivo del disinvestimento svincolato dagli esiti dell’attività comune». Ciò precisato, non pare che comunque la questione abbia portata dirimente atteso che le osservazioni di cui al corpo del testo paiono sufficienti a certificare la partecipazione del titolare di azioni redimibili al rischio di impresa.

cui, in particolare, il rischio che si verifichino perdite di capitale che riducono l'entità della propria partecipazione in società³⁸⁰ nonché il rischio legato al verificarsi di causa di fallimento o scioglimento della compagine³⁸¹.

Ancorché poco verosimile da un punto di vista commerciale, merita di essere analizzata anche la possibilità che la determinazione del corrispettivo preveda forme di esenzione alla partecipazione agli utili (ad esempio prevedendone lo scomputo dall'importo dovuto al momento del riscatto). Al riguardo, pare doversi optare per l'inammissibilità di disposizioni che privino il titolare di azioni riscattabili del beneficio derivante da tutti i dividendi percepiti nel corso della sua partecipazione alla società³⁸² dovendosi, per converso, ritenere ammissibili forme di esclusione *una tantum* anche, ad esempio, nell'ottica di penalizzare l'uscita dalla compagine quando richiesta al ricorrere di determinate circostanze³⁸³.

³⁸⁰ Sul punto, è stato rilevato (BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 148, SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 177) come anche la presenza di criteri volti a neutralizzare l'effetto sul corrispettivo del riscatto delle perdite maturate *medio tempore* dalla società non siano sufficienti a decretare la natura leonina della clausola in quanto il socio resterebbe comunque esposto al rischio di incapienza delle poste disponibili così come a quello di liquidazione o fallimento della società. L'osservazione non è priva di pregio e appare in linea teorica condivisibile, nondimeno non può tacersi di come una disposizione di tal fatta incrementi in modo significativo il rischio di censure in sede giudiziale; pertanto il suo inserimento in statuto dovrà essere attentamente ponderato e valutato dalle parti in quanto potenzialmente idonea ad inficiare l'effettiva possibilità di beneficiare della clausola di riscatto.

³⁸¹ Circostanze queste ultime che, se occorse prima dell'avveramento del presupposto del riscatto, vedrebbero il titolare di azioni redimibili in posizione di *residual claimant* alla stregua degli altri azionisti.

³⁸² In quanto in questo caso può dirsi senza dubbio integrata quell'esclusione «in modo assoluto e sostanziale» richiesta dalla giurisprudenza ai fini dell'applicazione del divieto. In questo senso SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 177. Per converso appare debole l'argomentazione proposta, in via dubitativa, da BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 149 secondo cui «in senso contrario si potrebbe tuttavia valorizzare ancora la possibilità che la società, al verificarsi della circostanza prevista dalla clausola, non abbia le risorse necessarie per acquistare lecitamente le azioni proprie, di modo che la sostanziale, integrale esclusione del socio uscente dalla partecipazione ai risultati positivi maturati dalla società non si realizzerebbe». In merito paiono potersi riproporre le considerazioni già svolte *supra* in nota 380.

³⁸³ Cfr. quanto detto *supra* al Paragrafo 3.2 con riferimento ai rimedi contro eventuali comportamenti opportunistici posti in essere dal titolare di azioni redimibili in sede di esercizio del diritto al riscatto *ad nutum*.

Maggiori insidie presenta, di contro, l'ipotesi di riscatto posta a carico di soggetti *diversi* dalla società (soci, portatori di strumenti finanziari partecipativi o terzi) in quanto, in questo caso, il *diritto al riscatto* del titolare di azioni redimibili non è condizionato all'esistenza di utili e riserve disponibili e, più in generale, al rispetto delle disposizioni che regolano l'acquisto di azioni proprie: di conseguenza, sotto questo profilo, non può dirsi che il socio è partecipe del rischio di impresa potendo sempre far affidamento sul patrimonio dei soggetti "riscattanti" per ottenere il *quantum* a lui spettante ai sensi della clausola di riscatto. A parziale temperamento di quanto precede, si rileva che, similmente a quanto avviene per il riscatto a carico della società, il socio resta esposto, fino al momento del perfezionamento della fattispecie acquisitiva, al rischio di "erosione" della propria quota così come al rischio di fallimento o scioglimento della società: tali circostanze, tuttavia, non paiono sufficienti ad assicurare un soddisfacente margine di certezza circa l'esenzione dal divieto di patto leonino per le clausole in questione per le quali occorrerà quindi procedere ad una valutazione casistica sulla base della specifica conformazione della clausola di riscatto³⁸⁴. A questo fine, con riferimento all'esclusione dalle perdite, potranno essere recuperate, in una diversa prospettiva³⁸⁵, le considerazioni sviluppate dalla giurisprudenza e

³⁸⁴ In questo senso BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 149 ss., SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 177 *contra* SANTAGATA R., *Dei patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili"*, cit., 562 ss. il quale è propenso a ritenere affette da nullità *in nuce* clausole siffatte quando contenute in accordi statutari, potendosi tutt'al più procedere ad un'analisi di tipo casistico solo in relazione a convenzioni di rango parasociale. L'opinione, tuttavia, appare eccessivamente penalizzante in quanto se, per un verso, non può tacersi che un'indagine casistica sul tenore delle singole clausole non può, nell'attuale scenario giurisprudenziale, condurre ad esiti ragionevolmente certi circa la compatibilità con il divieto del patto leonino, tale circostanza non appare, per contro, sufficiente a ritenere affette da violazione, indistintamente, *tutte* le clausole di questo tipo sulla base della semplice considerazione che le stesse sono contenute in «clausole statutarie dotate di efficacia reale, terreno su cui incombe il rischio di radicale instabilità nei rapporti della società con i terzi».

³⁸⁵ La diversità della fattispecie risiede principalmente nel fatto che, nel caso che ci occupa, la disposizione per cui si sospetta l'applicazione del divieto è contenuta in un atto dal preminente *valore sociale* (quale, appunto, lo statuto) in luogo di accordi di natura *extra-sociale* che, solo accidentalmente, vengono ad incidere sulla sfera sociale. La circostanza pare comportare la superfluità – se non persino l'impossibilità – dell'analisi circa la "meritevolezza" degli interessi concretamente perseguiti dalle parti che, invece, è richiesta dalla giurisprudenza (cfr., per tutte, Cass. 29 ottobre 1994, n. 8927, cit. e quanto detto *supra*

dalla dottrina con riferimento alle clausole di *put* a prezzo fisso contenute in accordi parasociali e, pertanto, in via esemplificativa, potranno ritenersi idonee a ridurre il rischio di applicazione del divieto di cui all'art. 2265:

- l'emissione di azioni redimibili come azioni strutturalmente prive del diritto di voto così da escludere in radice la possibilità per il titolare del *diritto al riscatto* di ingerirsi negli affari sociali³⁸⁶;

alla nota 145) al fine di escludere la frode alla legge nelle ipotesi di patti di riacquisto di natura parasociale. In proposito, pare piuttosto più opportuno concentrarsi sull'effettiva conformazioni di poteri e prerogative riconosciute al portatore di azioni redimibili al fine di verificare se esse – congiunte all'esercizio di un *diritto al riscatto* per un corrispettivo determinato senza ricorso ai criteri del *fair value* – comportino una sostanziale, assoluta e costante esclusione della partecipazione agli utili e/o alle perdite (*contra* ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, cit., 45 ss. il quale si pronuncia a favore di un'indagine di meritevolezza "funzionale" anche in relazione alle ipotesi di acquisto forzoso aventi fonte statutaria).

³⁸⁶ Tale rimedio non opera quindi sul versante della partecipazione al rischio di impresa ma sull'altro elemento costitutivo della fattispecie (*i.e.*, esercizio dei diritti amministrativi) al fine eliminare la possibilità che si venga a creare quella "strutturale" situazione di conflitto di interessi tra socio "finanziatore" e soci ordinari che, come visto, è alla base del divieto di patto leonino. In senso favorevole all'efficacia di questa misura correttiva si vedano MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, cit., 779 e ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, cit., 77 i quali tuttavia si pronunciano in ordine alla possibilità che l'esclusione del diritto di voto non sia prevista quale caratteristica propria dell'azione ma tramite divieto pattizio di natura parasociale in relazione a patti di riacquisto aventi la medesima fonte. Ciò chiarito, pare che le medesime conclusioni cui sono giunti gli autori in tale sede possano essere riportate nella materia *de qua* posto che, nel caso che ci occupa, l'esclusione del diritto di voto assume un rilievo ancor più pregnante in virtù della sua incorporazione nel titolo. In giurisprudenza (Trib. Cagliari 3 aprile 2008, cit.), sempre con riferimento alla materia dei patti parasociali, si registra un atteggiamento ancor meno esigente essendo stata ritenuta sufficiente – ai fini dell'esclusione dell'esistenza del patto – la semplice constatazione che le prerogative amministrative del socio "finanziatore" non erano state in concreto esercitate. Tale tipo di valutazione *ex post*, tuttavia, appare eccessivamente mutevole e aleatoria per i fini che qui rilevano dovendosi quindi ritenere decisamente preferibile che l'esclusione del diritto di voto sia conseguita mediante la mancata incorporazione dello stesso nel titolo ai sensi di quanto previsto all'art. 2351 c.c. A quest'ultimo riguardo, si osserva che – stante il limite della metà del capitale sociale imposto per le azioni prive di diritto di voto dal medesimo art. 2351 – la partecipazione redimibile dovrà necessariamente configurarsi come partecipazione di minoranza. Da ultimo, si rileva come la strutturale esclusione del diritto di voto dalla partecipazione redimibile accentui ulteriormente la natura "finanziaria" della stessa e, per questa via, sollevi potenziali profili di incompatibilità con il divieto di patto commissorio di cui all'art. 2744 c.c. In particolare – nell'ipotesi in cui il corrispettivo per il riscatto sia ottenuto riconoscendo un tasso di interesse sull'importo conferito in società – potrebbe sostenersi che le azioni redimibili rappresentano in realtà una garanzia "impropria" per la restituzione di quanto versato dal socio uscente (cfr., con riferimento alla materia dei patti

- la previsione, quale presupposto per il riscatto, di un evento non condizionabile dal titolare di azioni riscattabili³⁸⁷;
- la previsione di un termine *post quem*³⁸⁸ per l'esercizio del diritto al riscatto sufficientemente ampio da consentire, in ragione dell'oggetto sociale, una partecipazione del socio ai rischi *tipici* dell'impresa per un certo periodo di tempo³⁸⁹.

parasociali, BARCELLONA, *Clausole di put e call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, cit. 9 note 10 e 11). A parziale temperamento di tale rischio potrebbe forse obiettarsi che il pagamento del corrispettivo non è elemento necessario ai fini del perfezionamento del riscatto (cfr. *supra* Paragrafo 3.4) e che, pertanto, nel momento in cui il socio uscente esercita il proprio *diritto al riscatto* non ha alcuna certezza circa il fatto che il pagamento del corrispettivo avvenga secondo le modalità concordate.

³⁸⁷ Così ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, 325 nota 322. In giurisprudenza si vedano Trib. Milano, 3 ottobre 2013, in *Società*, 2014, 689 ss.; Trib. Milano 3 luglio 2012 (ordinanza), in *Riv. dir. soc.*, I, 2013, 6; Trib. Cagliari, 19 giugno 2000 cit., 471 La necessaria presenza di un presupposto esterno il cui verificarsi non è condizionabile dal socio uscente (es. la mancata quotazione della società entro un certo termine, il raggiungimento di determinati obiettivi di fatturato) sembra idoneo a far venir meno il requisito dell'“assolutezza” dell'esclusione dal rischio di impresa escludendo per questa via la possibilità di configurare l'esistenza del patto leonino. La misura correttiva risulterà poi ancor più efficace laddove l'evento “condizionante” il riscatto sia costituito da un obiettivo che possa dirsi rispondente all'interesse sociale poiché, in questo modo, si riduce il rischio di conflitto “strutturale” tra gli interessi del socio finanziatore e quelli della società.

³⁸⁸ Al riguardo, si evidenzia come la previsione di un *ante quem* entro cui esercitare il riscatto – che pure è stata più volte indicata dalla giurisprudenza quale indice utile ed escludere la natura leonina del patto contenuto in accordi parasociali (cfr., *ex multis*, Trib. Milano 13 settembre 2011, cit; Trib. Cagliari 19 giugno 2000, cit.) non convince pienamente in quanto non assicura la presenza di un periodo minimo di appartenenza del socio finanziatore alla società durante il quale egli si trova esposto a un rischio della medesima natura di quello cui partecipano i soci ordinari (per lo meno nelle ipotesi in cui il riscatto sia esercitabile *ad nutum* o al ricorrere di presupposti “condizionabili” dal titolare di azioni riscattabili).

³⁸⁹ In dottrina tale soluzione è stata sostenuta da SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 175. In giurisprudenza si veda, con riguardo al tema dei patti parasociali, Trib. Milano 6 febbraio 2012 (ordinanza), in *Società*, 2012, 369 ss. in cui il patto di riacquisto è stato ritenuto valido anche in base al rilievo che esso era stato formulato (ed era quindi divenuto efficace) trascorso un certo periodo dalla data di acquisto delle azioni. Il rimedio intende evidentemente escludere che il socio finanziatore sia *costantemente* escluso dalla partecipazione al rischio di impresa prevedendo una finestra temporale durante la quale egli è esposto ai medesimi addossati ai soci ordinari. Sul punto deve tuttavia osservarsi come, nell'incertezza dell'attuale quadro giurisprudenziale (cfr. *supra* nota 370), non è certo se – al fine di escludere la violazione del patto – sia sufficiente che il termine *post quem* prenda a riferimento la data di emissione delle azioni redimibili (di talché il termine verrà applicato solo al primo prenditore del titolo) o la data in cui le stesse siano state acquistate

Fermo quanto precede, occorre dar atto di come – anche in presenza di molte delle previsioni sopra suggerite – la clausola di riscatto non possa considerarsi esente, con ragionevole margine di certezza, dal rischio di censure per violazione del patto leonino e ciò principalmente per l’elevato numero di variabili che vengono ad incidere su tale valutazione, la quale resta, in ogni caso, rimessa all’ampia discrezionalità dell’organo giudicante. Per tale ragione, anche alla luce dell’incerto quadro giurisprudenziale tutt’ora vigente, non resta che concludere che l’inserimento di tali previsioni nello statuto dovrà essere oggetto di attente valutazioni da parte di tutti i soggetti coinvolti allo scopo di soppesare, con spirito pragmatico, le possibili ripercussioni in termini di *effettività del diritto al riscatto*³⁹⁰.

Da ultimo, per completezza, si rileva come, per le clausole che mirano a neutralizzare la partecipazione del socio uscente agli utili possano replicarsi, anche in questa sede, le considerazioni svolte poco sopra con riferimento alle clausole che pongono l’onere del riscatto a carico della società.

Quanto alla sorte delle clausole che dovessero risultare ricomprese nell’ambito di applicazione del divieto occorre chiarire quali siano le conseguenze derivanti dall’applicazione della sanzione della nullità

dal soggetto che ne richiede il riscatto (in modo che ogni soggetto che si renda acquirente del titolo non possa esercitare il riscatto prima di una certa scadenza). Nel dubbio, pare che la seconda opzione si lasci decisamente preferire, dovendosi però in questo caso prestare attenzione, nello strutturare la clausola, a non eccedere i limiti di “personalizzazione” della struttura societaria della società per azioni.

³⁹⁰ Le considerazioni che precedono circa la possibilità di coesistenza delle azioni redimibili con corrispettivo determinato in misura fissa e divieto di patto leonino hanno indotto parte della dottrina a ritenere che nell’attuale contesto normativo, sia in corso un fenomeno di ridimensionamento, se non di vero e proprio tramonto, del divieto di patto leonino, soprattutto con riferimento al modello della società per azioni (cfr., , CALVOSA, *L’emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, 208 ss. *contra* SANTAGATA R., *Dei patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili”*, cit., 544 ss.). I termini della questione impongono considerazioni di ampio respiro che travalicano i limiti tipologici delle azioni redimibili per coinvolgere altri e diversi istituti e che, pertanto, esulano dall’oggetto della presente trattazione. Nondimeno, per quanto qui rileva, può osservarsi come da, un lato, il divieto di patto leonino rappresenti – anche nello scenario post-riforma – un’invalidabile limite alla creazione di azioni dal contenuto atipico ma come, allo stesso tempo, la sua portata applicativa debba essere senza dubbio riconsiderata alla fine di «adattarne la forza precettiva alla disciplina della società per azioni e alle moderne tecniche di finanziamento dell’impresa azionaria» (SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 177).

comminata dall'art. 2265. In proposito, deve anzitutto rilevarsi che, sebbene la nullità debba colpire, in principio, solo la disposizione che stabilisce i criteri per la determinazione del corrispettivo, pare difficile impedire che questa possa riverberare i suoi effetti anche sulla clausola di riscatto nel suo complesso, attesa l'impossibilità di sostituire – pel tramite delle disposizioni sulla nullità parziale di cui all'art. 1419 comma secondo c.c. – i criteri di calcolo “leonini” con i criteri “legali” che trovano applicazione in caso di recesso (art. 2437-*ter*) i quali non hanno, come già chiarito, natura imperativa con riguardo alle azioni redimibili (potendo esclusivamente fungere da criterio suppletivo in assenza di qualsiasi indicazione fornita dallo statuto). Alla luce di quanto precede, pare quindi doversi concludere che l'applicazione della sanzione comporti l'impossibilità per il titolare delle azioni di far valere il proprio *diritto al riscatto* nell'ambito del regime di tutela statutaria in cui esso è inserito.

Ciò premesso, residua sempre la possibilità di riconoscere, in ottemperanza al principio di conversione del contratto nullo (art. 1424), un valore alla pattuizione degradandola al rango parasociale: tale opzione, tuttavia, risulterà percorribile solo in un novero limitato di ipotesi e, segnatamente, solo nei casi in cui l'onere del riscatto sia posto a carico dei soci – non essendo evidentemente possibile attribuire valore parasociale al riscatto a carico della società – e con modalità tali da risultare compatibile con obbligazioni assunte dagli stessi *uti singuli* (ovvero senza il ricorso ai criteri “impersonali” e *per relationem* tipici delle previsioni statutarie ma nei confronti di specifici e ben individuati soggetti)³⁹¹. Anche in quest'ultima circostanza, però, la conversione potrebbe rilevarsi di limitata utilità per il soggetto titolare del diritto al riscatto attesa la possibilità per il soggetto onerato di liberarsi dal vincolo con il preavviso previsto dalla legge (artt. 2341-*bis* c.c. e 123 TUF) in tutti i casi in cui non sia previsto un limite di durata inferiore a tre o cinque anni a seconda che le azioni siano emesse, rispettivamente, da una società “aperta” o “chiusa”.

³⁹¹ In questo senso SANTAGATA R., *Dei patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili” (una rilettura del divieto del patto leonino nella S.p.A. riformata, cit., 563 ss.*

In chiusura, è opportuno qualche breve cenno alla procedura da adottarsi per la determinazione e il pagamento del corrispettivo: infatti, sebbene tali atti non siano funzionali, come è già stato messo in luce, al perfezionamento della fattispecie acquisitiva, essi rivestono un'importanza non secondaria per tutti i soggetti coinvolti nel riscatto e, per tale ragione, è opportuno che siano regolati in modo espresso e dettagliato nello statuto.

A questo riguardo, pare consigliabile adottare una procedura modellata sulla base di quella prevista per l'esercizio del diritto di recesso di cui all'art. 2437-ter, la quale dovrà altresì ritenersi applicabile in via analogica, con gli adattamenti di seguito indicati, anche nelle ipotesi in cui lo statuto non contenga alcuna disposizione in merito³⁹².

In particolare, nelle ipotesi di riscatto rappresentate da una delibera assembleare, l'iter di liquidazione avrà quindi inizio con il deposito, da parte degli amministratori, del valore di liquidazione delle azioni redimibili nei quindici giorni precedenti alla data programmata per l'assemblea³⁹³. Per quanto attiene, invece, al diritto di provocare un accertamento di un terzo indipendente sul valore così determinato (art. 2437-ter ultimo comma)³⁹⁴,

³⁹² L'efficacia di tale procedura, infatti, non è influenzata dai *criteri* con cui il corrispettivo viene calcolato; per tale ragione, essa può essere validamente mantenuta anche nel caso in cui il *quantum* dovuto per il riscatto sia determinato secondo criteri diversi dal *fair value* (cfr., in senso conforme, BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 151 ss.).

³⁹³ La scelta di richiedere la comunicazione preventiva del valore delle azioni potenzialmente oggetto di riscatto è tesa a consentire ai soci l'esercizio consapevole del proprio diritto di voto con riguardo alle ripercussioni economiche che esso potrà avere sui soggetti chiamati al riscatto. In proposito, nel caso di riscatto a carico della società, pare altresì ragionevole richiedere agli amministratori di comunicare, contestualmente alla determinazione del corrispettivo, anche l'eventuale impossibilità per la stessa di procedere al riscatto di tutte le azioni che astrattamente ne avrebbero diritto nel caso di insussistenza di utili o riserve sufficienti a questo fine (così, BORTOLUZZI, *op. loc. ult. cit.*)

³⁹⁴ Si osservi che sarà opportuno disciplinare nello statuto le modalità con cui tale contestazione dovrà essere effettuata da ciascuna delle parti coinvolte (con la precisazione che esse potranno essere diverse a seconda che il *diritto al riscatto* si configuri come diritto potestativo o acceda allo schema del contratto preliminare di compravendita unilaterale). In ogni caso, è importante rilevare che delle tempistiche necessarie per procedere a tale contestazione dovrà tenersi conto ai fini della determinazione del termine decadenziale entro cui il titolare delle azioni redimibili può legittimamente esercitare il proprio diritto di vendita (cfr. *supra* Paragrafo 3.4, in tal senso anche BORTOLUZZI, *op. loc. ult. cit.*). Da ultimo si segnala che la previsione di una procedura di contestazione del valore delle azioni oggetto di riscatto è ritenuta da taluni non indispensabile, potendosi ammettere la sua esclusione a

pare doveroso riconoscerlo non solo ai titolari di azioni redimibili che intendano avvalersi del proprio *diritto al riscatto* divenuto effettivo ma, a pari condizioni, anche ai soggetti *obbligati* al riscatto diversi dalla società³⁹⁵.

Successivamente all'esatta determinazione del corrispettivo si potrà procedere all'esercizio del diritto al riscatto e al pagamento del *quantum* dovuto: con riferimento a quest'ultimo aspetto, non paiono esservi particolari limitazioni alla possibilità di prevedere un pagamento differito da parte dei soggetti obbligati dovendosi però ritenere, in mancanza di diversa indicazione nello statuto, che il socio uscente possa legittimamente richiederlo contestualmente al trasferimento dei titoli³⁹⁶.

Alcuni adattamenti procedurali si impongono poi nell'ipotesi in cui il presupposto del riscatto sia diverso dalla delibera assembleare (es. delibera consiliare, conclusione di un determinato contratto o altro fatto non attinente alla vita societaria): in questo caso, infatti, la determinazione del valore di liquidazione delle azioni redimibili potrà collocarsi successivamente alla data di avveramento del presupposto³⁹⁷ ma necessariamente prima del termine decadenziale per l'esercizio del *diritto al riscatto* e con tempistiche tali da consentire ai soggetti legittimati il diritto di contestare il calcolo effettuato dagli amministratori.

Di contro, nelle ipotesi di riscatto *ad nutum*, la determinazione del valore delle azioni oggetto del riscatto (e il conseguente diritto di contestazione) dovrà necessariamente collocarsi a valle dell'esercizio del *diritto al riscatto*³⁹⁸

seguito di espressa disposizione statutaria in tal senso (cfr., con riferimento alle azioni riscattabili, GALLETTI, *sub* art. 2437-*sexies*, cit., 1639).

³⁹⁵ Con l'eccezione dei terzi che, in quanto soggetti esterni alla società, potranno giovarsi di tale possibilità solo per tramite del socio chiamato al riscatto quale obbligato di ultima istanza.

³⁹⁶ A tale conclusione sembra doversi pervenire in forza della disposizione di cui all'art. 1183 c.c. e in assenza di precise indicazioni rinvenibili nella disciplina sul recesso.

³⁹⁷ Non vi sono ragioni tuttavia per negare all'autonomia statutaria la possibilità di prevedere, anche in questo caso, una comunicazione preventiva del valore delle azioni oggetto di riscatto quantomeno per quelle ipotesi (es. delibere consiliari, firma di un determinato contratto, etc.) attinenti alla vita sociale e che siano ragionevolmente programmabili ad una data fissa.

³⁹⁸ Simili considerazioni possono applicarsi anche alle azioni per cui sia previsto un riscatto automatico.

ma, deve ritenersi, entro i sei mesi che, come visto³⁹⁹, costituiscono il termine minimo di preavviso applicabile in queste circostanze.

3.6. Cenni ai riflessi contabili (e giuridici) conseguenti alla natura “ibrida” dello strumento

La più volte evidenziata natura ibrida delle azioni redimibili non ha mancato di sollevare problemi complessi, cui vale la pena in questa sede accennare, legati alla contabilizzazione degli apporti a seguito dei quali detti titoli vengono emessi.

La questione è stata posta, già in tempi risalenti, dalla dottrina americana⁴⁰⁰, ed è tutt'oggi di grande attualità, specialmente dopo l'emanazione dei principi contabili internazionali.

In particolare, il principio che rileva nel caso di specie è l'*International Accounting Standard No. 32* (IAS 32) che, sulla scorta del generale principio *substance over form*, stabilisce che la linea di demarcazione tra strumenti rappresentativi di capitale e strumenti classificabili tra le passività finanziarie deve essere tracciata esclusivamente sulla base del contenuto sostanziale del rapporto a cui è legato il conferimento⁴⁰¹, precisando che «qualora

³⁹⁹ Cfr. *supra* Paragrafo 3.2.

⁴⁰⁰ Cfr. *Status of Holders of Hybrid Securities: Stockholders or Creditors?*, in *Yale Law Journal*, 5, 1936, 907 e ss. In tempi più recenti, il problema è tornato di grande attualità a seguito del divieto, imposto dalla S.E.C. alle società quotate (S.E.C., Accounting Series Release No. 268 “*Redeemable Preferred Stocks*”, July, 1979), di classificare come *equity* le azioni che cumulino le seguenti caratteristiche: i) prevedano una *fixed or determinable redemption date* ii) risultino essere redimibili *at the option of the holder* iii) prevedano *conditions for redemption that are not solely within the control of the issuer*. Detto divieto non comportava, tuttatavia, l'automatica classificazione delle azioni redimibili come strumenti di debito; di conseguenza, al fine di evitare questo paradosso, molti operatori hanno preferito classificare questo strumento in un'apposita e separata voce *mezzanine*. In materia si deve registrare anche la pronuncia del *Financial Accounting Standards Board* (FASB) che, su richiesta della stessa S.E.C., ha decretato (*Financial Accounting Standard* (FAS) No. 150, emanato nel maggio 2003) l'inserimento dei *mandatorily redeemable financial instruments* tra le passività, salvo che queste prevedano che il riscatto debba avere luogo all'atto dello scioglimento volontario o per scadenza del termine delle società.

⁴⁰¹ Cfr. IAS 32 § 18, a mente del quale «un'azione privilegiata che preveda il rimborso obbligatorio da parte dell'emittente di un ammontare fisso o determinabile a una data futura fissa o determinabile o che dia al possessore il diritto di richiedere all'emittente il rimborso dello strumento ad una o dopo una certa data per un ammontare fisso o determinabile, è una passività finanziaria [...]».

un'entità non gode di un diritto incondizionato per esimersi dal consegnare disponibilità liquide o altre attività finanziarie per estinguere un'obbligazione contrattuale, l'obbligazione soddisfa la definizione di passività finanziaria»⁴⁰².

Alla luce di ciò, non sembrerebbe a prima vista poter essere messa in discussione l'iscrizione delle azioni redimibili a cura della società tra le passività finanziarie⁴⁰³: non mancano infatti coloro che, enfatizzando la posizione di soggezione in cui viene a trovarsi la società nei confronti del titolare delle azioni⁴⁰⁴, sostengono la correttezza di tale classificazione e ciò, si badi, anche laddove il corrispettivo del riscatto sia calcolato con riferimento al *fair value*⁴⁰⁵ e senza che vi sia certezza sul futuro verificarsi dei presupposti cui esso è condizionato⁴⁰⁶.

⁴⁰² IAS 32 § 19.

⁴⁰³ In materia, vi è persino chi sostiene che una sorte simile debba spettare anche alle azioni riscattabili che rispondono allo schema tipico dell'art. 2437 *sexies*, scrive in proposito VENUTI, *Il principio "substance over form" nel bilancio IAS/IFRS*, in *Società*, 2008, 435 «il potere di riscatto attribuito alla società o ai soci potrebbe essere congegnato in modo tale che, all'atto dell'emissione delle azioni, il riscatto possa considerarsi ragionevolmente probabile in un arco temporale definito. [...]. Il che significa che, ai fini squisitamente contabili, in questi casi tali azioni non costituiscono una frazione del capitale sociale, ma piuttosto una passività finanziaria»; in senso contrario STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, cit., 273 per il quale «l'interrogativo, invero, non ha ragione di porsi qualora lo statuto si limiti ad attribuire alla società un potere discrezionale di riscatto delle azioni detenute dal socio: in presenza di una clausola siffatta, "l'acquisto" delle azioni rientra nella sola e piena discrezionalità della società, sì che essa – ai sensi dello IAS 32, § 19 – "gode di un diritto incondizionato per esimersi dal consegnare disponibilità liquide o altre attività per estinguere un'obbligazione contrattuale"»; sulla stessa linea CASÒ, *La classificazione degli strumenti di raccolta finanziaria: la descrizione del problema, il contenuto dello IAS 32, il caso delle azioni di risparmio*, in *Riv. dott. comm.*, 2004, 451; PORZIO - SQUEO, *IAS 32 e riforma societaria: come classificare gli strumenti finanziari*, in *IAS – IFRS e imprese bancarie*, a cura di Mazzeo – Palombini – Zorzoli, Roma, 2005, 234 e TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, 468.

⁴⁰⁴ *Nulla quaestio* invece qualora il pagamento del corrispettivo del riscatto obbligatorio sia posto a carico dei soci, in quanto non sussiste in questo caso alcuna obbligazione a carico della società.

⁴⁰⁵ Con riferimento all'obbligo di riscatto al *fair value*, è tuttavia importante ricordare che, recentemente, si è stabilito, mediante una modifica allo stesso IAS 32, che i *puttable instrument* – così come definiti al § 11 dello IAS 32 – possono essere annoverati tra gli strumenti rappresentativi di capitale, laddove soddisfino le caratteristiche stabilite al § 16A. A questo riguardo, è opportuno sottolineare che le azioni il cui riscatto a carico della società è previsto al *fair value* sembrerebbero poter rientrare appieno nel regime di esenzione sopra richiamato, per queste ultime dunque pare oggi doversi escludere ogni

Questo orientamento non è peraltro scevro da importanti implicazioni sul piano sistematico, in quanto darebbe origine ad uno iato, potenzialmente molto problematico, tra la disciplina cui questi titoli sono soggetti e il loro trattamento contabile, con un considerevole effetto destabilizzante su tutta la disciplina della società per azioni⁴⁰⁷.

Muovendo da queste premesse, e cercando di contemperare la perentorietà della disciplina dettata dallo IAS 32 con l'esigenza di fornire una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della società⁴⁰⁸, sono stati portati numerosi argomenti a sostegno di una possibile corrispondenza tra la natura giuridico - formale delle azioni redimibili e la loro rappresentazione nel bilancio d'esercizio⁴⁰⁹. Anche in quest'ambito, tuttavia, non vi è piena coincidenza di vedute; è chiaro però che, in sintonia con i principi internazionali, qualsiasi giudizio deve fondarsi

possibilità di classificazione tra i debiti (in questo senso, STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, cit., 276).

⁴⁰⁶ Cfr. CASÒ, *La classificazione degli strumenti di raccolta finanziaria*, cit., 447 e ss.; PORZIO - SQUEO, *IAS 32 e riforma societaria: come classificare gli strumenti finanziari*, 233 e ss.

⁴⁰⁷ Osserva VENUTI, *Il principio "substance over form" nel bilancio IAS/IFRS*, cit., 437 «Non si può infatti tralasciare il fatto che la legge italiana richiede alle società, per poter operare, un capitale minimo formato da azioni dotate di certi diritti, altrimenti si falserebbe la rappresentazione contabile del fenomeno sociale in essere. [...]. Quindi, almeno entro certi limiti, la sostanza giuridica dello strumento è anche la sua sostanza economica»; sul punto si veda anche STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, cit., 328 e ss.

⁴⁰⁸ Si vedano sul punto le osservazioni di STRAMPELLI, *L'introduzione dei Principi IAS – IFRS e gli effetti sulla disciplina giuridica del bilancio di esercizio*, in *Commentario alla riforma delle società*, artt. 2410 – 2435 bis, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano 2006, 356 e ss.

⁴⁰⁹ Si vedano in proposito SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, 164; VENUTI, *Il principio "substance over form" nel bilancio IAS/IFRS*, cit, 435; STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, cit., 278; e, con maggiori cautele rispetto ai primi due, TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali esiste ancora il sistema del netto?*, 456 e ss. Merita di essere segnalata anche la posizione della Direzione Generale del Mercato interno della Commissione Europea che – discutendo della compatibilità tra IAS 32, Direttive contabili e Direttiva 77/91/CEE – ha prospettato la possibilità «di registrare tali azioni, che in base allo IAS 32 devono essere classificate tra le passività separatamente, in una sottovoce aggiuntiva al di sotto della voce principale "Patrimonio netto"». Cfr. COMMISSIONE EUROPEA – DIREZIONE GENERALE XV – MERCATO INTERNO E SERVIZI FINANZIARI, *Esame della conformità tra lo IAS 32 (rivisto nel 1998) e le Direttive contabili europee*, Brussels, 1999, reperibile all'indirizzo <http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/markt-1999-6026/6026_it.pdf>.

su un'attenta valutazione del complesso di diritti ed obblighi che vengono ad instaurarsi fra soggetto emittente e titolare della partecipazione. In questo senso, possono tornare utili le considerazioni già svolte⁴¹⁰, tese a dimostrare che il titolare di azioni redimibili può dirsi partecipe del rischio d'impresa, e – soprattutto – l'obiezione secondo cui la società può sottrarsi al proprio obbligo di riscatto in caso di scioglimento volontario deliberato in un momento antecedente rispetto al perfezionamento del riscatto obbligatorio delle azioni⁴¹¹, circostanza, quest'ultima, che vedrebbe il diritto restitutorio del titolare di azioni redimibili equiparato a quello degli altri azionisti e che, in quanto tale, appare idonea a scongiurare la classificazione delle azioni redimibili tra le passività finanziarie⁴¹².

Le considerazioni di cui sopra valgono altresì ad argomentare in senso favorevole alla *natura partecipativa* dell'azione redimibile e ciò, si badi, anche nell'ipotesi in cui il corrispettivo del riscatto, fermi i limiti già analizzati, sia determinato in misura fissa, circostanza che, invece, secondo alcuni⁴¹³, conferisce all'apporto una prevalente causa di finanziamento incompatibile con il tipo azionario. Tale ultima statuizione, tuttavia, non può essere condivisa non tanto in virtù del fatto che, come già rilevato, il titolare di azioni redimibili può dirsi partecipe del rischio d'impresa⁴¹⁴ quanto, piuttosto, perché egli risulta essere titolare di uno strumento, interamente regolato dallo

⁴¹⁰ Cfr. *supra* Paragrafo 3.5.

⁴¹¹ Cfr. sul punto BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, cit., 144 e ss. e SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., 171 il quale tuttavia, osserva, in modo condivisibile, come, in tal caso, non si possa escludere la necessità di una delibera ex art. 2376 c.c. da parte dei titolari di azioni redimibili, stante il chiaro pregiudizio che lo scioglimento anticipato determina in capo agli stessi e come, in ogni caso, lo scioglimento anticipato sollevi potenziali profili di responsabilità in capo agli azionisti che lo deliberano per violazione dell'obbligo generale di correttezza e buona fede che ispira anche l'esecuzione del contratto nonché per abuso a danno della minoranza dei portatori di azioni redimibili.

⁴¹² Cfr. quanto detto *supra* al Paragrafo 3.4. Occorre tuttavia riconoscere come tale argomentazione mostri profili di debolezza nella misura in cui lo scioglimento non è atto cui la società possa pervenire per sua autonoma decisione ma, al contrario, è originato da una determinazione di volontà dei soci. In questo senso, dunque, non può dirsi che la società disponga di un rimedio autonomo per sottrarsi all'obbligo di riscatto delle azioni redimibili.

⁴¹³ Cfr. CIOCCA, *sub* art. 2437-*sexies*, cit., 40.

⁴¹⁴ Essendo tale caratteristica, nell'attuale quadro legislativo, agevolmente attribuibile anche ai possessori di titoli di debito: si pensi, a titolo esemplificativo, alle obbligazioni che prevedono forme di remunerazione paramtrate agli utili prodotti dalla società.

statuto, che incorpora tutti i diritti sociali tipicamente azionari e che, per questa via, garantisce al suo proprietario una partecipazione piena ed effettiva al svolgimento del contratto sociale⁴¹⁵. Alla luce di quanto precede, pare quindi trovare conferma l'assunto di base di cui al presente lavoro ossia che la funzione di finanziamento cui le azioni redimibili sono per natura preordinate non ne modifica la natura partecipativa e, conseguentemente, il regime normativo cui le stesse devono ritenersi soggette.

⁴¹⁵ Cfr. sul punto NOTARI, *Partecipazione al rischio di impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, 501 ss. secondo cui «se è vero, come credo, che la distinzione tra strumenti finanziari partecipativi (tra cui le azioni e gli strumenti *ex art.* 2346, comma 6, c.c.) e strumenti finanziari non partecipativi (tra cui le obbligazioni e gli strumenti *ex art.* 2411, comma 3, c.c.) risiede nella partecipazione o meno al *contratto sociale*, ciò significa che l'elemento distintivo è ravvisabile nel *contenuto* degli strumenti finanziari emessi dalla società per azioni, ossia nella *natura dei diritti* di cui essi sono dotati. I primi attribuiscono (almeno in parte) *diritti «sociali»*, patrimoniali e/o amministrativi che siano, mentre i secondi non attribuiscono mai diritti sociali, né patrimoniali né amministrativi, bensì solo diritti (che in questo senso possiamo definire) extra-sociali, che hanno la loro fonte e la loro disciplina in convenzioni e contratti diversi dal contratto sociale».

Bibliografia

Indice delle opere

AA.VV., *Un progetto di attuazione della seconda direttiva CEE*, in *Riv. soc.*, 1978, 1706 e ss.

AA. VV., *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori. Testi e materiali*, Milano, 2006.

ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Milano, 1994.

ABRIANI, *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. comm.*, 2002, I – II, 131 ss.

ABRIANI, *Gli adeguamenti obbligatori degli statuti delle società di capitali alla riforma del diritto societario*, in *Società*, 2003, 1301 ss.

ABRIANI, *Strumenti finanziari “ibridi” e “azioni cangianti” nella disciplina anticrisi: prime considerazioni sui “Tremonti Bond”*, in *Riv. dir. imp.*, 2009, 417 ss.

ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale – Le società per azioni*, IV, a cura di Abriani – Ambrosini – Montalenti – Cagnasso, Padova, 2010, 231 ss.

ALLEGRI, *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2004, II, 239 ss.

ANGELICI, *La costituzione della società per azioni*, in *Tratt. dir. priv.*, diretto da Rescigno, 16, II, Torino, 1985

ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo- Portale, II, Torino, 1991.

ANGELICI, *Delle società per azioni. Le azioni (artt. 2346-2356)*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1992.

ANGELICI, *La partecipazione azionaria nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, Torino, vol. 16, 1994 ss.

ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, Torino, 2004, 101 ss.

ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2007.

ANGELICI, *Fra “mercato” e “società”: a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2011, 23 ss.

ANNUNZIATA, *sub art. 2473 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008.

ARDIZZONE, in *Commentario alla riforma delle società*, artt. 2346 – 2362, a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2006, *sub artt.* 2357 ss., 643 ss.

ASCARELLI, *Sui poteri delle maggioranze nelle società per azioni ed alcuni loro limiti*, in *Riv. dir. comm.*, 1950, I, 169 ss.

ASCARELLI, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 3 ss.

ASCARELLI, *Varietà di credito e investimento*, in *Problemi Giuridici*, 2, Milano, 1959.

BALZARINI, *Le azioni di società*, in *Il diritto privato oggi*, a cura di Cendon, Milano, 2000.

BARASSI, *La teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1963.

BARCELLONA, *Clausole di put e call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004.

BARTALENA, *Le azioni con prestazioni accessorie come “categoria” di azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1998, I, 199 ss.

BARTALENA, *Le nuove tipologie di strumenti di strumenti finanziari*, in *Banca borsa. tit. cred.*, I, 2004, 293 ss.

BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, Torino, 2004, I, 920 ss.

BARTALENA, *Le nuove obbligazioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, 543 ss.

BATTI, *Il patto leonino nell'ambito di partecipazioni a scopo di finanziamento*, nota a Cass. 29 ottobre, 1994, in *Società*, 1995, II, 178 ss.

BERRUTI, *Clausole statutarie e divieto di patti successori*, nota a App. Roma 28 aprile 1992, in *Corr. giur.*, 1992, 1233 ss.

BIANCA, *Diritto civile, 3, Il contratto*, Milano, 1999.

BIANCHI, *Capitale e patrimonio nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, a cura di Benazzo – Patriarca – Presti, Milano 2003, 79 ss.

BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Portale, 2, Torino, 1991, 44 ss.

BIONE, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa–Portale, III, Torino, 2006, 205 ss.

BIONE, *Il principio della corrispondenza tra potere e rischio e le azioni a voto plurimo: noterelle sul tema*, in *Giur. comm.*, II, 2015, 266 ss.

BOCCHINI, *La vendita con patto di riscatto*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, XI, Torino, 2000, 676 ss.

BOERO, *Società di capitali e successione mortis causa*, in *Quaderni di vita notarile* n. 2, Palermo, 1982, 148 ss.

BOLAFFI, *La società semplice*, Milano, 1975.

BOYLE, *Minority Shareholders' Remedies*, Cambridge, 2002.

BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.p.A.*, Tesi di dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, a.a. 2011/2012.

BRODASCA, *sub art. 2505-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008.

BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Pompei, 1960.

BUSANI – SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si pesano: superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto "plurimo" e a voto "maggiorato"*, in *Società*, 2014, 1048 ss.

BUSI, *Le clausole di prelazione statutaria nella S.p.A.*, in *Riv. notariato*, 2005, III, 453 ss.

BUSOLETTI, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa–Portale, III, Torino, 2006, 189 ss.

CALANDRA BUONAURA, *Il recesso de socio nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 291 ss.

CALLEGARI, *Le azioni e le regole di circolazione*, in *La riforma delle società*, a cura di Ambrosini, Torino, 2003, 104 ss.

CALLEGARI, *sub. art. 2437 sexies*, in *Il nuovo diritto societario, Commentario*, diretto da Cottino - Bonfante – Cagnasso – Montalenti (Artt. 2409 bis – 2483 c.c.), Bologna, 2004, 1444 ss

CALVOSA, *Sulle cc.dd. clausole di riscatto*, nota a Trib. Milano 14 luglio 1988, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, II, 115 ss.

CALVOSA, *Nota in tema patto di consolidazione delle azioni tra soci nel caso di morte di uno di essi*, nota a Trib. Roma 30 maggio 1990, in *Giur. it.*, 1991, I, 830 ss.

CALVOSA, *Clausole di riscatto di azioni e divieto dei patti successori*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1992, I, 635 ss.

CALVOSA, *Morte del socio, clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti e divieto dei patti successori*, nota App. Roma 28 aprile 1992, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, II, 634 ss.

CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995.

CALVOSA, *Clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti e divieto dei patti successori*, nota a Cass. 16 aprile 1994, in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, 164 ss.

CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2006, I – III, 195 ss.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, VII ed, a cura di M. Campobasso, Torino, 2012.

CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalla società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, 54, luglio 2001.

CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso per giusta causa nelle s.p.a. e nelle s.r.l.*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2004.

CAPPIELLO, *sub art. 2437 sexies*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Bonfante – Corapi – Marziale – Rordorf – Salafia, Milano, 2007.

CARAVAGLIOS, *Morte del socio di s.p.a. e acquisto delle azioni da parte degli altri soci*, nota a App. Roma 28 aprile 1992, in *Società*, 1992, 1526 ss.

CARAVAGLIOS, *Trasferimento di azioni e limiti del divieto dei patti successori*, nota a Cass. 16 aprile 1994, in *Società*, 1994, 1185 ss.

CARBONETTI, *Acquisto di azioni proprie e patrimonio sociale*, in *Riv soc.*, 1982, 1120 ss.

CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988.

CARCANO, *La riforma della company: l'attuazione della seconda direttiva CEE sulle società nel Regno Unito*, in *Riv. soc.*, 1979, 1279 ss.

CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, nota a Trib. Milano 17 aprile 1982, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, IV, 506 ss.

CARIELLO, *Azioni a voto potenziato "voti plurimi senza azioni" e tutela dei soci estranei al controllo*, in *Riv. soc.*, I, 2015, 164 ss.

CARMIGNANI, *sub artt. 2437-2437 sexies*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, tomo II, Torino, 2003.

CAROTTI, *I nuovi strumenti finanziari*, in *Corr. trib.*, 2004, XIV, 1072 ss.

CARPINO, *L'acquisto coattivo dei diritti reali*, Napoli, 1977.

CARPINO, voce *Diritti potestativi*, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, XI, 1989.

CASÒ, *La classificazione degli strumenti di raccolta finanziaria: la descrizione del problema, il contenuto dello IAS 32, il caso delle azioni di risparmio*, in *Riv. dott. comm.*, 2004, 447 ss.

CASTELLANO, *Le clausole di sgradimento*, in *Giur. comm.*, 1974, I, 832 ss.

CAVAZZUTI, voce *Rischio di impresa*, in *Enc. dir.*, Milano, 2000.

CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, 50 ss.

CERONI, *Simulazioni e patti parasociali*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1990 1111 ss.

CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 487 ss.

CIAFFI, *Morte del socio, patto di opzione, divieto dei patti successori e principio di libera trasferibilità delle azioni*, nota a Cass. 16 aprile 1994, in *Riv. dir. comm.*, 1995, 17 ss.

CIAFFI, *Finanziaria regionale e patto leonino*, nota a Cass. 29 ottobre, 1994, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478 ss.

CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006.

CIAN M., *Capitale, proprietà, controlli: un nuovo “restyling” per le società di capitali (in margine alle modifiche al codice civile introdotte dal d.l. n 91/2014 conv. con legge n. 116/2014)*, in *Studium iuris*, 2014, 1258 ss.

CICONTE, *sub art. 2437 sexies*, in *Codice commentato delle S.p.A.*, diretto da Fauceglia – Schiano di Pepe, (Artt. 2436 – 2510), Torino, 2007, 1243 ss.

CIOCCA, *sub art. 2437-sexies*, in Marasà-Ciocca, *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, Padova, 2011, 35.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massime notarili in materia societaria*, Milano, 2014.

CORAPI, *Clausole di mero gradimento e clausole di prelazione dopo la riforma societaria*, in *Società*, 2005, 831 ss.

CORASANITI – GIANNELLI A. – STRAMPELLI, *I c.d. Tremonti Bond: profili societari, fiscali e contabili, anche alla luce del documento congiunto di Banca d'Italia, Consob e Isvap del luglio 2009*, in *Strumenti finanziari e fiscalità*, 1/2010, 129 ss.

COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, I, 2004, 200 ss.

COTTINO, voce *Società per azioni*, in *Noviss. Digesto it.*, XVII, Torino, 1970, 654 ss.

CUMMING – JOHAN, *Venture Capital and Private Equity Contracting. An International Perspective*, Elsevier Academic Press, 2009.

CURBELO, *Règimen jurídico de las acciones rescatables. Nuevas perspectivas y problemática actual*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 2011, 105 ss.

D'ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 34 ss.

DACCÒ, *Il recesso nella s.p.a.*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di Panzani - Cagnasso, II, Bologna, 2010, 1397 ss.

DACCÒ, *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto e limiti all'autonomia privata nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 2004, 471 ss.

D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2007.

DAVIES, *Introduction to company law*, Oxford, 2002.

DE ACUTIS, *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli «altri strumenti finanziari partecipativi»*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di Cian, Padova, 2004, 257 ss.

DE ANGELIS, *Dal capitale "leggero" al capitale "sottile" si abbassa il livello di tutela dei creditori*, in *Società*, 2003, 1456 ss.

DE GIORGI, voce *Patto successorio*, in *Enciclopedia dir.*, vol. XXXII, Milano, 1982, 533 ss.

DE LA CONCEPCION CHAMORRO DOMINGUEZ, *Las Acciones Rescatables de la sociedad anonima cotizada*, Madrid, 2007.

DE LUCA –FERRI S., *Le scelte di finanziamento in ottica strategica*, Milano, 2009.

DE LUCA, *Validità della clausola di trascinamento ("Drag-along")*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2009, 174 ss.

DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid, 2002.

DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2006, VII – VIII, 386 ss.

DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.* 2004, 329 ss.

DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Principi civilistici nella riforma del diritto societario*, a cura di Afferni – Visintini, Milano, 2005, 153 ss.

DE NOZZA, *Quattro variazioni sul tema: “contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici”*; in *Giur. comm.*, 2013, I, 480 ss.

DENTAMARO, *Il diritto al disinvestimento nelle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2004, 441 ss.

DESANA, *OPA e tecniche di difesa, dalle misure difensive «successive» a quelle «preventive»*, Milano, 2003.

DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies*, in *Società*, 2008, IV, 415 ss.

DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa–Portale, III, Torino, 2006, 219 ss.

DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Torino, 2013, 18 ss.

DI SABATO, *Per una riforma della riforma del diritto societario*, in *Società*, 2006, 810 ss.

DONADIO, *Il recesso del socio per modifiche statutarie*, Milano, 1940.

EASTERBROOK – FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991

ENRIQUES – SCASSELLATI SFORZOLINI, *Adeguamenti statutarie: scelte di fondo e nuove opportunità nella riforma societaria*, in *Notariato*, I, 2004, 69 ss.

ENRIQUES – SCIOLLA – VAUDANO, *Il recesso del socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm.* 2004, I, 745 ss.

ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di “strumenti finanziari partecipativi” in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, II, 166 ss.

ESPOSITO, *L’esclusione come strumento generale di “exit” societario*, in *Riv. notariato*, 2004, I, 293 ss.

FANTI, *Brevi note tema di voto scalare, sospensione del diritto di voto e riscatto di azioni*, nota a Trib. Perugia 25 giugno 2008, in *Società*, II, 2010, 227 ss.

FENGHI, *La riduzione del capitale*, Milano, 1974.

FERRAN, *Company law and Corporate Finance*, Oxford, 1999.

FERRAN, *Principles of Corporate Financial Law*, New York, 2008.

FERRARINI, *“Un’azione – un voto: un principio europeo?”*, in *Riv. soc.*, 2006, 24 ss.

FERRARA – CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2009.

FERRI G., *La seconda direttiva comunitaria in materia di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1977, 58 ss.

FERRI G. JR., *Conferimento e investimento*, Milano, 2001.

FERRI G. JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, 2004.

FERRI G. JR. – GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori*, in *Il nuovo diritto delle società*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa–Portale, IV, Torino, 2006, 229 ss.

FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971.

FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 673 ss.

FINNERTY, *Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview Financial Management*, Vol. 17, No. 4, 1998.

FORTUNATO, *Riflessioni generali*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di Cian, Padova, 2004, 267 ss.

FRÈ, *Sul diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 1933, 635 ss.

FRÈ, *Società per azioni (Art. 2325-2461)*, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di Scialoja – Branca, Bologna, 1982.

FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009.

GABRIELLI, *La disciplina del recesso nel nuovo diritto societario*, in *Studium iuris*, 2004, 729 ss.

GALGANO, *La società per azioni*, in *Tratt. dir. comm. dir. pubbl. econ.*, a cura di Galgano, VII, 1988.

GALGANO, *Il nuovo diritto societario, 1, Le nuove società di capitali e cooperative*, Padova, 2004.

GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2000.

GALLETTI, *sub art. 2437-sexies*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, III, Padova, 2005, 1636

GAMBINO, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 378 ss.

GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 641 ss.

GATTI, *La disciplina della circolazione delle partecipazioni sociali secondo il d. lgs. n. 6 del 2003*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, 1 ss.

GATTI, *OPA e struttura del mercato del controllo societario*, Milano, 2004.

GERVASONI – SATTIN, *Private Equity e Venture Capital*, Milano, 2008

GEVURTZ, *Corporation Law*, St. Paul, 2010

GHIDINI, *Società personali*, Milano, 1972.

GHIGLIONE, *Introduzione di clausole di prelazione nello statuto di società di capitali*, in *Società*, 2002, 605 ss.

GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004.

GIAMPICCOLO, *Il contenuto atipico del testamento. Contributo ad una teoria dell'atto di ultima volontà*, Milano 1954.

GIANNELLI A., *Le obbligazioni ibride*, Milano, 2015.

GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: the American Experience*; in *Stanford Law Review*, 2003, 1067 ss.

GOWER, *The Principles of Modern Company Law*, London, 1979.

GORDON SMITH, *The exit structure of venture capital*, in *UCLA Law Rev.*, 53, 2005, 315 ss.

GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1957.

GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, 6, Torino, 1993, 133 ss.

GROSSO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari non azionari*, in *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosini, Torino, 2003, 127 ss.

GUERRINI, in *Commentario delle società* a cura di Grippo (Artt. 2436 – 2548; 2602 – 2642), II, Torino, 2009, *sub art. 2437 sexies*, 843 ss.

GUGLIELMUCCI, *Lo smobilizzo delle partecipazioni nei patti parasociali delle finanziarie regionali private*, in *Riv. soc.*, 1980, VI, 1196 ss.

HAMILTON – BOOTH, *Corporations*, St. Paul, 2006.

HETHERINGTON – DOOLEY, *Illiquidity and Exploitation: a Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem*, in *Virginia Law Review*, Vol. 63 1977, 1 ss.

HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to the Decline in Firms, States, and Organizations*, Harvard, 1970

HOCHBERG, *Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm*, SSRN Working Paper 2004.

HOLLINGTON, *Shareholders' Rights*, Londra, 2004.

IBBA, *In tema di autonomia statutaria e norme inderogabili*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di Cian, Padova, 2004, 143 ss.

JAGER, *Il voto «divergente» nella società per azioni*, Milano, 1976.

JONES, *Redeemable corporate securities*, in *Southern California Law Review*, 1931, 2, 83 ss.

KAPLAN – YOUNG, *Corporate “Eminent Domain”: Stock Redemption and Reverse Stock Splits*, in *UMKC Law Review*, 1988 – 1989, 67 ss.

KUSTERMANN, *Le prestazioni accessorie a carico dei soci*, in *Società*, 1985, 939 ss.

LA LICATA, *La struttura finanziaria della società bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza*, Torino, 2008.

LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa tit. cred*, 2003, I, 520 ss.

LEOZAPPA, *Le partecipazioni a scopo di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, 263 ss.

LEVIN, *Structuring Venture Capital, Private Equity and Entrepreneurial Transactions*, Aspen Publishers, 2004.

LIBERTINI, *Riflessioni generali*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di Cian, Padova, 2004, 249 ss.

LIBONATI, *L'impresa e le società. Lezioni di diritto commerciale. La società di persone. La società per azioni*, Milano, 2004.

MAFFEI ALBERTI, *Considerazioni introduttive*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di Cian, Padova, 2004, 243 ss.

MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova S.p.A.*, Milano, 2004.

MALIMPENSA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 226 ss.

MALTONI, *La clausola di mero gradimento "all'italiana"*, in *Riv. not.*, 2004, 1377 ss.

MARASÀ, *La seconda direttiva CEE in materia di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, II, 677 ss.

MARASÀ, *sub art. 2437-2437-quinquies*, in Marasà-Ciocca, *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, Padova, 2011.

MARCHETTI P., *L'autonomia statutaria nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, III – IV, 2000, 562 ss.

MARCHETTI C., *La “nexus of contracts” theory*, Milano, 2000.

MARELLA, *Il divieto dei patti successori e alternative convenzionali al testamento*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1991, II, 91 ss.

MASCHIO, *Le azioni con clausola di gradimento (e in genere le partecipazioni personali) nella fusione di società*, in *Riv. soc.*, 1974.

MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, 2004.

MAUGERI, *Se sia legittimo introdurre nello statuto una clausola che attribuisce alla società la facoltà di “riscattare” le proprie azioni*, nota a Trib. Milano 17 aprile 1982, in *Società di capitali – casi e materiali*, a cura di Gambino, Torino, 2006, 49 ss.

MAZZONE, *Le clausole relative alla quota del socio defunto e il divieto di patti successori*, in *Riv. dir. comm.*, 1921, I, 632 ss.

MC CAHERY – VERMEULEN, *Corporate Governance and Innovation (Venture Capita, Joint Ventures, and Family Businesses)*, ECGI – Working Paper n. 65/2006.

MCCORMICK – CREAMER, *Hybrid Corporate Securities: International legal aspects*, London, 1987

MENGGONI, *Sulla reintegrazione del capitale azionario in caso di perdita totale*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, I, 108 ss.

MERRICK DODD, *Purchase and redemption by a corporation of its own shares: the substantive law*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 89, 1941, 697 ss.

MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

MINERVINI, *Partecipazione a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Contr. e impr.*, 1988, 771 ss.

MOLL, *Shareholder Oppression & Reasonable Expectations: of Change, Gifts and Inheritances in Close Corporation Disputes*, in *Minnesota Law Review*, 2002, 86, 717 ss.

MORTIER, *Rèforme du régime des valeurs mobilières émises par les sociétés par actions: Rachat d'actions et actions rachetables*, in *Rev. soc.*, 2004 639 ss.

MOSCARINI, *I negozi a favore di terzi*, Milano, 1970.

MOSSA, *Trattato del Nuovo diritto commerciale*, III, *Società a responsabilità limitata*, Padova, 1953.

NERI, *Clausole di riscatto e divieto di patti successori*, nota a Cass. 16 aprile 1994, in *Giur. comm.*, 1996, II, 220 ss.

NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa tit. cred*, 2003, I, 542 ss.

NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi, in il nuovo ordinamento delle società*, a cura del Consiglio notarile di Milano, Milano, 2003.

NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa – Portale, I, Torino, 2006, 593 ss.

NOTARI, *sub art. 2348*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008.

NOTARI, *Partecipazione al rischio di impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, 499 ss.

NOTE, *Redemption at the Option of the Shareholders in the Close Corporation*, in *Iowa Law Review*, 48, 1963, 986 ss.

ONIDA, *Le dimensioni del capitale di impresa*, Milano, 1991.

OPPO, *Contratti parasociali*, Milano, 1942.

OPPO, *Eguaglianza e contratti nelle società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 629 ss.

OPPO, *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. dir. Civ.*, 1987, I, 517 ss.

OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, V, 471 ss.

OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 57 ss.

OPPO, *Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa – Portale, I, Torino, 2006, 715 ss.

PACCHI PESUCCI, *Autotutela dell'azionista e interesse dell'organizzazione*, Milano, 1993.

PACIELLO, *sub art. 2437 sexies*, in *Società di capitali, Commentario*, a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres (Artt. 2380 – 2448) II, Napoli, 2004, 1145 e ss

PALAZZO, *Autonomia contrattuale e successioni anomale*, Napoli, 1983.

PALAZZO, *Contratto a favore di terzo e per persona da nominare*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, II, 177 ss.

PALMIERI, *Scissione di società e circolazione di azienda*, Torino, 1999.

PANZARINI, *Il contratto di opzione. Struttura e funzioni*, Milano, I, 2007.

PAOLINI, *sub art. 2437 sexies*, in *Il nuovo diritto societario, Prime riflessioni*, a cura di Ufficio studi del Consiglio nazionale del Notariato, Milano, 2003, 254.

PARODI, *L'uscita programmata dal contratto*, Milano, 2005.

PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo – Portale, Torino, 1991, 464 ss.

PASQUARIELLO, *Il recesso nei gruppi di società*, Padova, 2008.

PASQUARIELLO, *sub art. 2355-bis*, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, I, Torino, 2009.

PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Padova, 1992.

PATRIARCA, *C'è un futuro per le prestazioni accessorie?*, in *Banca borsa tit.cred.*, 2004, III, 337 ss.

PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, Napoli, 2005.

PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare*, in *Riv. dir. civ.*, 1967, I, 113 ss.

PENNACCHIO, *Riacquisto di azioni con prestazioni accessorie e diritti individuali del socio*, nota a App. Milano 25 giugno 1982, in *Giur. merito*, 1983, I, 593 ss.

PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997.

PESCATORE, *La Società per azioni*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di Bonocore, Torino, 2003, 117 ss.

PETITPIERRE-SAUVAIN, *Droit des sociétés et des groupes de sociétés*, Ginevra, 1972.

PIAZZA, voce *Patto leonino*, in *Enc. dir.*, XXXII, Milano, 1982.

PIAZZA, *La causa mista credito – società*, in *Contratto e impresa*, 1987, 803 ss.

PICCIAU, *sub art. 2341-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008.

PICONE, *Diritti diversi e categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2003, 755 ss.

PICONE, *sub art. 2506-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008.

PINNA VISTOSO, *Validità delle clausole statutarie di opzione delle azioni del socio defunto nelle società per azioni*, nota a Cass. 6 dicembre 1993, in *Riv. dir. impresa*, 1995, 309 ss.

PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, VI, 1268 ss.

PISCITIELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 518 ss.

PORTALE, *I conferimenti in natura «atipici» nella s.p.a.*, Milano, 1974.

PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, 763 ss.

PORTALE, *Uguaglianza e contratto: il caso dell'aumento del capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 711.

PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. soc.*, 1991, 3 ss.

PORTALE, *Dal «capitale assicurato» alle «tracking stocks»*, in *Riv. soc.*, 2002, 146 ss.

PORTALE, *Riforma della società di capitali e limiti di effettività del diritto nazionale*, in *Corr. giur.*, 2003, 145 ss.

PORZIO – SQUEO, *IAS 32 e riforma societaria: come classificare gli strumenti finanziari*, in *IAS – IFRS e imprese bancarie*, a cura di R. Mazzeo- E. Palombini – S. Zorzoli, Roma, 2005, 233 ss.

PREITE, *Investitori istituzionali e riforma del diritto delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1993, 492 ss.

PRESTI, *Le clausole di riscatto nelle società per azioni*, nota a Trib. Milano 17 aprile 1982, in *Giur. comm.*, 1983, II, 397 ss.

RABITTI BEDOGNI, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *Dir. banca mercato fin.*, 2004, II, 185 ss.

RACUGNO, *Clausola di gradimento e circolazione mortis causa dei titoli azionari*, in *Giur. comm.*, 1976, II, 794 ss.

REGALDO, *Le tecniche difensive nelle OPA ostili. Riflessioni comparatistiche*, Torino, 2004.

RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 596 ss.

RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali tra soci*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, 2006, 445 ss.

RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario: unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in *Giur. comm.*, V, 2012, 1055 ss.

REVIGLIONO, *Limitazioni convenzionali alla circolazione delle azioni e trasferimenti mortis causa*, in *Giur. It.*, 1993, I, 447 ss.

REVIGLIONO, *Le clausole di riscatto delle azioni non contrastano con il divieto di patti successori*, nota a Cass. 16 aprile 1994, in *Giur. it.*, 1995, I, 1333 ss.

REVIGLIONO, *Il recesso nella società a responsabilità limitata*, Milano, 2008.

RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, 629 ss.

ROSATI, *La nuova disciplina delle tecniche di difesa nelle OPA ostili*, in *Società*, V, 2009, 567 ss.

ROSSI G., *Utile di bilancio, riserve e dividendo*, Milano, 1957.

ROSSI G. – STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 1 ss.

SALAFIA, *Squeeze out statutario*, in *Società*, 2007, XII, 1450 ss.

SALANITRO, *Società per azioni e mercati finanziari*, Milano, 1998.

SALVATORE, *La riforma del diritto societario: il «nuovo» diritto di recesso nelle società di capitali*, in *Contr. impr.*, 2003, 629 ss.

SAGLIOCCA, *Il definitivo tramonto del principio “un’azione, un voto” tra azioni a volto multiplo e maggiorazione del voto*, in *Riv. Notariato*, 2014, V, 921 ss.

SANTAGATA R., *Patti di retrocessione di azioni a prezzo garantito e divieto del patto leonino*, in *Riv. dir. priv.*, 1997, 54 ss.

SANTAGATA R., *Dei patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili” (una rilettura del divieto del patto leonino nella S.p.A. riformata)*, in *Riv. dir. comm.*, 2013, 537 ss.

SANTORO, *L’abuso del diritto di recesso ad nutum*, in *Contr. e impr.*, 1986, 766 ss.

SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1944.

SANTOSUOSSO, *Il principio di libera trasferibilità delle azioni. Eccesso di potere nelle modifiche alla circolazione*, Milano, 1993.

SBISÀ, *Circolazione delle azioni e patto leonino*, in *Contratto e impresa*, 1987, 816 ss.

SBISÀ, *La disciplina dei patti parasociali nella riforma del diritto societario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2004, 481 ss.

SCARCHILLO, *sub art. 2437 sexies*, in *Commentario al codice civile*, a cura di Cendon (Artt. 2421 – 2451), Milano, 2010

SCHLESINGER, *Interessi dell'impresa e interessi familiari nella vicenda successoria*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, I, 447 ss.

SCIMEMI, *La vendita del voto nelle società per azioni*, Milano, 2003.

SCIPIONE, *Le regole in materia di misure difensive tra vecchia e nuova disciplina dell'OPA*, in *Società*, V, 2009, 581 ss.

SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto delle proprie azioni e diritti degli azionisti*, in *Riv. soc.* 1973, I, 1 ss.

SIGNORELLI, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006.

SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008.

SFAMENI, *sub art. 2350*, in *in Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008.

SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959.

SOLDOFSKY, *Convertible Preferred Stock: renewed life in an old form*, in *Business Law*, 1969, 1385 ss.

SORACE, *Opzioni put e divieto del patto leonino*, note a Trib. Milano. 30 dicembre 2011 e 3 luglio 2012, in *Riv. dir. soc.*, I, 2013, 92 ss.

SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, 113 ss.

SPADA, *C'era una volta la società*, in *Riv. notariato*, 2004, 1 ss.

SPADA, *Diritto commerciale – II. Elementi*, Padova, 2009.

SPOLIDORO, *La riduzione del capitale sociale*, in *Riunioni di studio sulla riforma della società*, Consiglio notarile di Milano, 2002 – 2003, <http://www.notarlex.it/news/Riduzione_capitale-Spolidoro.pdf>

- SPOLIDORO, *Il voto plurimo: i sistemi europei*, in *Riv. soc.*, I, 2015, 134 ss.
- STANGHELLINI, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997.
- STANGHELLINI, *sub art. 2355-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti – L.A. Bianchi – Ghezzi – Notari, Milano, 2008.
- STELLA RICHTER M. JR., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 389 ss.
- STRAMPELLI, *L'introduzione dei Principi IAS – IFRS e gli effetti sulla disciplina giuridica del bilancio di esercizio*, in *Commentario alla riforma delle società*, artt. 2410 – 2435 bis, a cura di P. Marchetti – L. A. Bianchi – F. Ghezzi – M. Notari, Milano, 2006, 321 ss.
- SZEGO, *Finanziare l'innovazione: il Venture Capital dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 821 ss.
- TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 456 ss.
- TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 347 ss.
- TOMBARI, *Azioni di risparmio e strumenti ibridi partecipativi*, Torino, 2000.
- TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.* 2004, V, 1082 ss.
- TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.* 2007, V, 965 ss.
- TORINO, *I contratti parasociali*, Milano 2000.
- TUCCI, *Patti parasociali e governance del mercato nel mercato finanziario*, Bari, 2005.

TUCCI, *Limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa–Portale, I, Torino, 2006, 615 ss.

VENUTI, *Il principio “substance over form” nel bilancio IAS/IFRS*, in *Società*, 2008, IV, 427 ss.

VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, 309 ss.

VENTORUZZO, *Brevi note sul diritto di recesso in caso di direzione e coordinamento (art. 2497-quater)*, in *Riv. soc.*, 2008, 1179 ss.

VIETTI, *sub art. 2437-2437 sexies*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di Lo Cascio, Milano, 2003.

VIGHI, *Diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902.

VITALI, *Classes of Shares and Shares Redemption in Italian and UK Company Law: the Peculiar Case of Redeemable Shares*, in *Electronic Journal of Comparative Law*, 2006.

VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013.

VITERBO, *Il diritto di recesso verso la sua fine*, in *Riv. dir. comm.*, 1933, I, 289 ss.

VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, Milano, 1912.

WEIGMANN, *Luci e ombre del nuovo diritto azionario*, in *Società*, 2003, 270.

WILSEY, *The Use of Sinking Funds in Preferred Stock Issue*, in *The Journal of Finance*, 1947, 31 ss.

YANES YANES, *Acotaciones sobre la función económica típica y otras utilidades de las acciones rescatables*, in *Annales de la Facultad de Derecho*, 2002, 287 ss.

YANES YANES, *Las acciones rescantables en la sociedad cotizada*, Navarra, 2004.

ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 58 ss.

ZANONI, *Venture Capital e diritto azionario*, Padova, 2010.

ZOPPINI, *Due note in tema di interesse sociale e finanziamento delle società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di Cian, Padova, 2004, 274.

Indice della giurisprudenza

Corte di Cassazione

Cass., 14 giugno 1939, n. 2029, in *Foro it.*, 1940, I, 94.

Cass., 30 maggio 1941, n. 1618, in *Riv. dir. comm.*, 1942, II, 305 ss.

Cass., 25 giugno 1963, n. 1686, in *Giust. civ.* 1963, I, 2041 e ss.

Cass., 28 ottobre 1980, n. 5790, in *Giur.it.*, 1981, I, 1, 32 ss.

Cass., 16 aprile 1994, in *Società* 1994, 1185 e ss.

Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Riv. not.*, 1995, II, 244 ss.

Cass., 21 gennaio 2000, n. 642, in *Società*, 2000, 697 ss.

Cass., 10 luglio 2003, n. 10848, in *Società*, 2004, 183 ss.

Corti d'Appello

App. Milano, 14 luglio 1982, in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, II, 507 ss.

App. Roma, 28 Aprile 1992, in *Banca borsa tit. cred.*, 1993, II, 634 ss.

App. Milano, 16 ottobre 2001, in *Società*, 2002, 449 ss.

App. Milano, 12 marzo 2002, in *Giur. it.*, 2002, 2013 ss

Tribunali

Trib. Milano, 17 aprile 1982 (decreto), in *Banca borsa tit. cred.*, 1983, II, 507 ss.

Trib. Genova, 3 gennaio 1986, in *Società*, 1986, 411 ss.

Trib. Roma, 30 maggio 1990, in *Giur.it.*, 1991, I, 830 ss.

Trib. Milano, 22 ottobre 1990, in *Giur. comm.*, 1992, II, 307 ss.

Trib. Cagliari, 19 giugno 2000, in *Riv. Giu. Sarda*, 2001, 471 ss.

Trib. Cagliari, 3 aprile 2008, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, II, 746 ss.

Trib. Milano, 13 settembre 2011, in *Giur. comm.*, 2012, 729 ss.

Trib. Milano, 30 dicembre 2011, in *Riv. dir. soc.*, I, 2013, 64 ss.

Trib. Milano, 6 febbraio 2012 (ordinanza), in *Società*, 2012, 369 ss.

Trib. Milano, 3 luglio 2012, in *Riv. dir. soc.*, I, 2013, 72 ss.

Trib. Milano, 3 ottobre 2013, in *Società*, 2014, 689 ss.