



UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO

Dottorato di Ricerca in Diritto Commerciale Interno

ed Internazionale

Ciclo XXIV

S.S.D.: IUS/04

IL RISCATTO AZIONARIO NELLA S.P.A.

Tesi di Dottorato di:

Guido BORTOLUZZI

Matr. N° 3710395

Coordinatore: Chiar.mo Prof. Duccio REGOLI

Anno Accademico 2011/2012



# INDICE

## CAPITOLO I

### STRUTTURE, FUNZIONI ED EVOLUZIONE LEGISLATIVA DEL RISCATTO AZIONARIO

- 1) Un'introduzione: delimitazione del campo d'indagine. .... 1
- 2) Il polimorfismo del riscatto nella società per azioni: potere di riscatto, obbligo di riscatto e riscatto automatico di azioni..... 8
- 3) La varietà funzionale del riscatto di azioni..... 18
- 4) L'evoluzione legislativa in tema di riscatto: il quadro normativo dopo la riforma. .... 25

## CAPITOLO II

### PROFILI COMUNI DEL RISCATTO AZIONARIO STATUTARIO

- 1) La portata in principio sociale (e non meramente parasociale) del riscatto statutario alla luce della riforma .... 35
- 2) La possibile modulazione delle azioni oggetto di riscatto: clausole di riscatto genericamente rivolte a tutte le azioni; azioni riscattabili e azioni "riscattande"; il problema della "personalizzazione" del riscatto. .... 40
- 3) I soggetti riscattanti: A) la società e i soci..... 46
- 4) *Segue*: B) La portata del rinvio al procedimento di liquidazione di cui all'art. 2437-*quater* c.c. in ipotesi di riscatto potestativo e il problema della sua applicazione analogica al riscatto obbligatorio. .... 50
- 5) *Segue*: C) Il problema dell'attribuzione a terzi della qualità di riscattante. .... 56

## CAPITOLO III

### LE FATTISPECIE STATUTARIE DI RISCATTO POTESTATIVO DI AZIONI: PROFILI SPECIFICI

1) Limiti statutari alla circolazione delle azioni e potere di riscatto: differenze, analogie e possibili conseguenze di disciplina; in particolare, i riflessi sull'introducibilità delle azioni riscattabili nelle società con azioni quotate.....	61
2) Le circostanze di riscatto.....	66
3) Modalità ed efficacia del riscatto.....	74
4) Le condizioni di esercizio del potere di riscatto da parte della società: profili problematici. ....	81
5) Il corrispettivo del riscatto .....	93
6) L'introduzione <i>durante societate</i> e la modificazione dei meccanismi statutari di riscatto potestativo.....	104

## CAPITOLO IV

### PROFILI PECULIARI DELLE FATTISPECIE STATUTARIE DI RISCATTO OBBLIGATORIO DI AZIONI

1) I limiti di ammissibilità dei meccanismi statutari di riscatto obbligatorio nelle società per azioni c.d. "aperte".....	113
2) I presupposti del riscatto obbligatorio; in particolare, sull'ammissibilità del diritto <i>ad nutum</i> all'acquisto delle proprie partecipazioni.....	117
3) Modalità d'esercizio ed efficacia dei congegni statutari di riscatto obbligatorio .....	125
4) Profili peculiari di disciplina nelle fattispecie statutarie di riscatto obbligatorio da parte della società.....	133
5) Il corrispettivo del riscatto: in particolare, i profili problematici inerenti alla determinazione di un prezzo fisso.....	140
6) L'introduzione <i>durante societate</i> e la modificazione dei congegni statutari di riscatto obbligatorio.....	155
<i>Indice delle opere citate</i> .....	161
<i>Indice della giurisprudenza</i> .....	173





## CAPITOLO I

### STRUTTURE, FUNZIONI ED EVOLUZIONE LEGISLATIVA DEL RISCATTO AZIONARIO

SOMMARIO: 1) Un'introduzione: delimitazione del campo d'indagine. – 2) Il polimorfismo del riscatto nella società per azioni: potere di riscatto, obbligo di riscatto e riscatto automatico di azioni. – 3) La varietà funzionale del riscatto di azioni. – 4) L'evoluzione legislativa in tema di riscatto: il quadro normativo dopo la riforma.

#### 1) *Un'introduzione: delimitazione del campo d'indagine.*

Fra le varie fattispecie interessate dalla novella in tema di diritto della società di capitali del 2003 si annovera quella del riscatto azionario.

È noto, infatti, che la figura – già ampiamente analizzata dalla dottrina nel contesto giuridico antecedente la riforma, anche in varianti ulteriori rispetto a quella espressamente codificata<sup>1</sup> – trova oggi nuove, significative emersioni legislative (specie, nel nuovo art. 2437-*sexies* c.c.), pur dovendosi fin d'ora rimarcare che l'allargata tipizzazione normativa non ha interessato, negli stessi termini, *tutte* le ipotesi di riscatto azionario in precedenza note<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Il previgente ordinamento contemplava il riscatto azionario soltanto come fattispecie esecutiva di una delibera di riduzione reale del capitale sociale (c.d. riscatto “finalizzato” : art. 2357-*bis*, comma 1°, n. 1, c.c.). Da qui il problema – sciolto in senso positivo dalla dottrina e, superate alcune iniziali incertezze, dalla giurisprudenza – dell'ammissibilità del cd. riscatto “non finalizzato” all'attuazione della modificazione statutaria (per tutti, v. fin d'ora CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 41 ss.; PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997, 330 ss.). Per maggiori approfondimenti si rinvia ai successivi paragrafi.

<sup>2</sup> Come si vedrà, l'art. 2437-*sexies* c.c. disciplina espressamente la sola ipotesi in cui per statuto spetti alla società o ai soci il *potere* di acquisto forzoso delle azioni, mentre nulla dice sulle ipotesi – pure individuate nel diritto vivente antecedente alla riforma, anche se con opinioni non sempre univoche in ordine alla loro ammissibilità – in cui detto potere spetti ad un *terzo* ovvero in capo al soggetto riscattante gravi un *obbligo* (e non un potere) di riscatto. In argomento si avrà modo di tornare diffusamente *infra*. Quanto alla fattispecie dell'obbligo di riscatto è peraltro il caso di segnalare fin d'ora che, ferma la mancanza nel nuovo contesto normativo di una disciplina generale del riscatto obbligatorio statutario, non mancano dopo la riforma specifiche ipotesi in cui tale obbligo viene previsto *ex lege*: v. *infra*. parr. 2, *sub* B), e 4.

Alla luce delle rinnovate coordinate legislative concernenti il riscatto azionario, risulta di tutta evidenza l'utilità di una rivisitazione della fattispecie, orientata in primo luogo al suo inquadramento strutturale e alla ricostruzione della relativa disciplina nel nuovo contesto normativo, nonché, in secondo luogo, all'analisi in chiave funzionale dei vari interessi che ne giustificano l'utilizzo pratico.

Ciò che si propone di realizzare la presente ricerca.

Alcune considerazioni preliminari sul perimetro dell'indagine che s'intende condurre sono peraltro necessarie in queste note introduttive.

Si sarà notato che si è da subito fatto riferimento al riscatto di *azioni*.

È peraltro il caso di segnalare che nella rinnovata disciplina delle società per azioni l'istituto del riscatto è previsto anche in relazione agli *strumenti finanziari partecipativi*: espressamente, nel caso particolare degli strumenti finanziari emessi a favore dei dipendenti della società (art. 2349, comma 2°, ultimo inciso, c.c.); implicitamente – in quanto strumento sussumibile fra le possibili “sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni” promesse a fronte della sottoscrizione dello strumento finanziario – per l'ipotesi generale prevista dall'art. 2346, comma 6°, c. c.

Questo allargamento del riscatto a forme di partecipazione alla s.p.a. diverse da quella tipica del socio – tema indubbiamente denso di profili interessanti per l'interprete<sup>3</sup> e meritevole di partito approfondimento – non sarà tuttavia oggetto di analisi in questa sede. Si può solo segnalare, in chiave funzionale, che la previsione legislativa del riscatto con riferimento agli strumenti finanziari partecipativi sembra giustificarsi in ottica *lato sensu* sanzionatoria: nel caso degli strumenti finanziari rilasciati ai dipendenti, in particolare, il riscatto permetterebbe di escludere dal godimento dei particolari diritti patrimoniali o amministrativi di cui essi siano dotati i prestatori di lavoro subordinato al momento della cessazione, per qualsiasi motivo, del contratto che li lega alla società o nel caso di mancato raggiungimento di eventuali indici reddituali prefissati o di tetti produttivi prestabiliti<sup>4</sup>; con riferimento alla figura generale di cui all'art. 2346, comma 6°, c.c., il riscatto si atteggia invece quale possibile meccanismo di reazione in caso di mancata esecuzione, per qualsiasi ragione, della prestazione oggetto di apporto (specie in caso di prestazione d'opera e di servizi). Tale strumento permetterebbe, in particolare, alla società riscattante di “riutilizzare gli strumenti finanziari, senza doverli annullare, ma trasferendoli a soggetti in grado di fornire l'apporto da essa richiesto” e al contempo al precedente titolare “di percepire un'indennità che tenga conto del valore reale di tali strumenti”<sup>5</sup>.

Al di là della tipizzazione legislativa, ci si potrebbe poi interrogare circa il possibile utilizzo del riscatto di strumenti finanziari per ben diversa finalità: e, in particolare, quale tecnica di disinvestimento ed in quanto tale “essenziale elemento di

---

<sup>3</sup> Si pensi, a mero titolo esemplificativo, alla questione della sorte dei diritti partecipativi spettanti agli strumenti finanziari, qualora siano riscattati e detenuti in portafoglio dalla società; o ancora, all'eventuale sussistenza di vincoli per l'autonomia privata nella determinazione del prezzo di riscatto. In tema v. MIOLA *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004, 301, nt. 690.

<sup>4</sup> Cfr. LOLLI, sub *artt. 2346-2354, Gli strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. I, Padova, 2005, 216.

<sup>5</sup> Così MIOLA (nt. 3), 301.

orientamento dell'investimento<sup>6</sup>. Prevedendo un (obbligo di) riscatto, azionabile dal titolare dello strumento finanziario a scadenze prefissate o al verificarsi di particolari eventi, si otterrebbe, infatti, il risultato di incentivare il sottoscrittore, assicurato dalla possibilità di *exit*, all'investimento nella società. Ipotesi – quest'ultima – plausibile, per lo meno qualora si aderisca all'opinione (restrittiva) secondo la quale, perché uno strumento finanziario sia dotato di “diritti di partecipazione” amministrativi o patrimoniali ai sensi dell'art. 2346, comma 6°, c.c., l'apporto sottostante dovrebbe essere a titolo di capitale di *rischio*<sup>7</sup>. In tal caso, infatti, essendo in principio esclusa la possibilità di un diritto di rimborso dell'apporto (potendosi al più prevedere un diritto al riparto in sede di liquidazione della società *pari passu* con gli azionisti), la previsione – in determinate circostanze – di un obbligo di riacquisto (eventualmente in capo a soggetti diversi dalla società) consentirebbe al sottoscrittore di strumenti finanziari partecipativi di monetizzare il proprio investimento anche prima dello scioglimento della società e indipendentemente dal fatto che, in quest'ultima sede, la società conservi risorse sufficienti a seguito del pagamento dei creditori. Ove, viceversa, si accolga la tesi di quanti ammettono la variabilità della causa economica sottostante l'emissione di strumenti finanziari partecipativi<sup>8</sup>, la possibilità di prevedere il diritto al rimborso “pieno” dell'apporto in capo al sottoscrittore (allora fornitore di capitale di *credito*) priverebbe sostanzialmente di utilità pratica la previsione del riscatto nella accennata veste di tecnica di disinvestimento<sup>9</sup>.

Passando al riscatto di *quote*, si può osservare invece che la perdurante presenza, nel codice riformato, del perentorio divieto di acquisto di partecipazioni proprie da

---

<sup>6</sup> CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. Comm.*, 2006, 206 s.

<sup>7</sup> Cfr. ad esempio FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2005, 705 ss.; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari della nuova società per azioni*, Milano, 2004, 28 ss.; COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 1, Torino 2006, 729 ss.

<sup>8</sup> In tal senso, fra altri, NOTARI, sub *art. 2346, comma 6*, in NOTARI (a cura di), *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c.*, nel *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 115 ss.; ID., *Partecipazione al rischio d'impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, 499 ss.; TOMBARI, *Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2006, 150 s.; M. CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce*, Milano, 2006, 10 ss.

<sup>9</sup> Quale ulteriore finalità del riscatto di strumenti finanziari partecipativi è possibile infine segnalare quella di strumento per l'accrescimento della flessibilità della struttura finanziaria della società per azioni emittente. Ad esempio, nel caso di strumenti finanziari partecipativi che attribuiscono un diritto di partecipazione – in certa misura – agli utili (ovvero una remunerazione parametrata agli utili), la previsione del potere di riscatto di tali strumenti in capo alla società e del loro successivo annullamento consentirebbe di ritirare i titoli già in circolazione, ove si ritenesse finanziariamente vantaggioso sostenere *una tantum* il prezzo di riscatto, piuttosto che continuare a sopportare una pretesa sugli (o parametrata agli) utili futuri realizzati dalla società.

Circa le variabili declinazioni funzionali del riscatto, con riferimento alle azioni, si veda *infra*, par. 3.

parte di una società a responsabilità limitata (art. 2474 c.c.)<sup>10</sup> parrebbe doverne comportare la conseguente inammissibilità, per lo meno nel caso in cui soggetto riscattante sia la società.

Per la verità, non mancavano prima della riforma – con riferimento al medesimo divieto dettato dall'allora art. 2483 c.c. – opinioni atte a ritenere ammissibile il riscatto da parte della s.r.l., almeno nello specifico caso in cui questo fosse finalizzato all'attuazione di una delibera di riduzione volontaria del capitale sociale<sup>11</sup>. Opinioni – queste – che si fondavano, in primo luogo, su una lettura coerente della (in principio criticabile) *ratio* con cui il legislatore storico del 1942 aveva giustificato la previsione del divieto (evitare, cioè, la prematura restituzione del capitale sociale)<sup>12</sup>, dal momento che, in caso di riscatto effettuato in sede di riduzione reale del capitale, l'anticipata restituzione di quest'ultimo ai titolari delle quote avverrebbe nel rispetto delle cautele previste dalla legge a tutela dei terzi<sup>13</sup>; in secondo luogo, sul dato testuale dell'art. 2496 c.c. che, nel disciplinare la riduzione reale del capitale sociale nella s.r.l., rinviava alle *modalità* prescritte per la s.p.a., potendosi in tal modo ritenere implicitamente richiamato anche l'art. 2357-*bis*, comma 1°, n. 1, c.c., ove appunto il riscatto (con conseguente annullamento delle azioni) è previsto quale modalità attuativa della deliberazione<sup>14</sup>. Né, del resto, sembrava costituire ostacolo insormontabile all'ammissibilità della fattispecie l'ulteriore *ratio* a cui la dottrina più accorta<sup>15</sup> faceva riferimento per giustificare il divieto, e cioè la riconduzione al principio generale della confusione (art. 1253 c.c.), il quale, determinando l'estinzione di un rapporto giuridico in relazione al quale si vengano ad incardinare in capo ad un medesimo soggetto la qualità di parte e controparte, precluderebbe alla società di divenire socia di sé stessa<sup>16</sup>. Ciò in quanto l'acquisto della quota

---

<sup>10</sup> Divieto che segna, come noto, un significativo scostamento rispetto ad altri ordinamenti europei: per quanto concerne la *GmbH* tedesca vedi, ad esempio, la soluzione parzialmente permissiva del § 33 *GmbHG*.

<sup>11</sup> In tal senso SANTINI, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario del codice civile* Scialoja-Branca, a cura di Galgano, IV ed., Bologna-Roma, 1992, 352; RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. dir.civile e comm.*, diretto da Cicu e Messineo, continuato da Mengoni, Milano, 1982, 378; CALVOSA (nt. 1), 12 ss.; PERRINO (nt. 1), 384.

<sup>12</sup> Cfr. la Relazione ministeriale (n. 1011) al codice civile del 1942. In dottrina (v., per tutti, CALVOSA, (nt. 1), 13 s., seguita da PERRINO, (nt. 1), 331 s., nt. 157) si è sottolineata l'illogicità della spiegazione al divieto assoluto fornita nella Relazione, dal momento che essa avrebbe dovuto, allora, fondare analoga disposizione relativamente alle società azionarie, ove invece l'acquisto di azioni proprie era (ed è) consentito a condizione (fra l'altro) che per la sua realizzazione non venga intaccato il capitale sociale (art. 2357 c.c.).

<sup>13</sup> Cautele previste prima della riforma del 2003 dall'art. 2496 c.c., e trasfuse oggi nell'art. 2482 c.c. Sul punto, con riferimento al sistema previgente, v. SANTINI (nt. 11), 352; RIVOLTA (nt. 11), 378.

<sup>14</sup> SANTINI, *op. loc. cit.*; CALVOSA, (nt. 1), 16.

<sup>15</sup> Prima della riforma v. SANTINI (nt. 11), 178 ss.; in senso conforme, con riferimento all'attuale art. 2474 c.c., TANZI, sub art. 2474, in *Società di capitali*, commentario a cura di Nicolini e Stagno D'Alcontres, vol. III, Napoli, 2004, 1564; GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, XVII ed., Bologna, 2009, 472; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da Schlesinger e diretto da F. Busnelli, tomo 1, Milano, 2010, 888.

<sup>16</sup> Principio, quest'ultimo, che troverebbe una significativa eccezione nel caso di società per azioni, non tanto (o non solo) in considerazione della natura di titoli di credito propria delle azioni (così invece SANTINI, *op. loc. cit.*, cui si è replicato che è ben possibile che la società non emetta certificati azionari, senza che ciò determini una riemersione del divieto assoluto d'acquisto: v. PERRINO (nt. 1), p. 331, nota 157; più di recente PICCININI, sub art. 2474, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da

rappresenta nel caso in considerazione proprio un mezzo rivolto alla sua (immediatamente) successiva estinzione<sup>17</sup>.

A seguito della riforma, il sopra citato argomento testuale, costituito dal rinvio nella disciplina della s.r.l. alle modalità di riduzione volontaria del capitale previste per la s.p.a., non può più essere invocato<sup>18</sup>. Ciò che ha portato parte crescente della dottrina a negare – in controtendenza con l'interpretazione in precedenza diffusa – la possibilità per la s.r.l. di ricorrere alla tecnica del riscatto “finalizzato” alla riduzione<sup>19</sup>.

Se peraltro si tengono a mente le superiori considerazioni in ordine alla logica del divieto di acquisto di quote proprie, sembra tutt'altro che peregrino svalutare la portata dell'intervenuta novità testuale e continuare a ritenere lecita l'operazione anche nel contesto normativo riformato, non integrandosi in tal caso gli effetti che il divieto vuole precludere<sup>20</sup>.

Pare invece chiaro che tali effetti si possono realizzare nel caso in cui il meccanismo del riscatto venga statutariamente previsto per attribuire alla *società* il ruolo di riscattante in casi *diversi da quello dell'esecuzione della riduzione reale* del capitale sociale; ipotesi, queste, che scontrandosi con il divieto di acquisto di quote proprie di cui all'art. 2474 c.c., dovrebbero dunque dirsi inammissibili<sup>21</sup>.

---

Benazzo e Patriarca, Torino, 2006, 315), quanto in considerazione delle “caratteristiche di oggettivazione, spersonalizzazione e destinazione alla circolazione che la partecipazione azionaria mantiene anche in assenza di incorporazione in un titolo e che mancano invece completamente nella quota di s.r.l.”: in tal senso, dopo la riforma, ZANARONE, (nt. 15), 890; conforme GINEVRA, *La sottoscrizione di azioni proprie*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 1, Torino, 2006, 679 ss., in particolare 695, nt. 42; prima della riforma già PERRINO, *op. loc. cit.*

<sup>17</sup> SANTINI (nt. 11), 352, nt. 6.

<sup>18</sup> La nuova disciplina della riduzione reale del capitale sociale di s.r.l. (art. 2482 c.c.) è infatti autonoma, non consistendo più, come in passato, nella formula dell'abrogato art. 2496 c.c. per cui la suddetta riduzione aveva luogo “nei casi e nei modi prescritti per la società per azioni”.

<sup>19</sup> Cfr. ZANARONE (nt. 15), 892 s., testo e nota 23; BARTALENA, sub art. 2482, in *Società di capitali*, Commentario a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, vol. 3, Napoli, 2004, 1677, nt. 10; TANZI (nt. 15), 1561; PICCININI (nt. 16), 320 s.

<sup>20</sup> In tal senso RACUGNO, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni*, in *La nuova s.r.l. Prime letture e proposte interpretative*, a cura di Farina-Ibba-Racugno-Serra, Milano, 2004, 363; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, VII ed., Torino, 2009, 585, nt. 78; CAMPANER, sub art. 2474, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, tomo II, Torino, 2009, 1047.

Da un punto di vista operativo, l'ammissibilità del riscatto e conseguente annullamento delle partecipazioni (in quota parte per tutti i soci, ovvero – qualora vi sia consenso unanime – in capo ad uno solo o ad alcuni di essi) in sede di attuazione della delibera di riduzione presenta il vantaggio – rispetto alla soluzione del diretto annullamento “in capo” ai titolari delle quote, ove il rimborso avviene necessariamente al valore nominale – di consentire la fissazione di un prezzo di riscatto superiore a quest'ultimo, attingendo le somme necessarie a coprire la differenza, dagli utili e dalle riserve. Sul punto, pacifico con riferimento alla s.p.a., si vedano, per tutti, CALVOSA (nt. 1), 38 ss.; NOBILI-SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in *Trattato della s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 6\*, Torino, 1993, 417.

<sup>21</sup> V. CALVOSA (nt. 1), 17 s. e PERRINO (nt. 1), 331 s.; dopo la riforma, TANZI (nt. 15), 1558, nt. 5; ZANARONE (nt. 15), 866. Di recente, sia pur in termini fortemente dubitativi, prospetta invece la possibilità di introdurre clausole statutarie di riscatto “non finalizzato” alla riduzione del capitale sociale 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*

Quand'anche astrattamente introducibili (del tutto legittima è ritenuta l'ipotesi in cui siano individuati quali riscattanti i *soci* diversi dal titolare della quota da riscattare<sup>22</sup>), resterebbe poi da interrogarsi sulla concreta utilità dell'introduzione di clausole siffatte (*i.e.* di riscatto “non finalizzato”) nello statuto di una s.r.l.

In particolare, quanto alle finalità di personalizzazione della società o di chiusura della compagine sociale in caso di situazioni non in linea con l'interesse sociale, cui può rispondere l'introduzione di una clausola che preveda un *potere* di riscatto<sup>23</sup>, è il caso di osservare che la riconosciuta possibilità – a seguito della riforma – dell'introduzione di cause di esclusione dalla s.r.l. (art. 2373-*bis* c.c.) ha fornito all'autonomia privata uno strumento *ad hoc* per il perseguimento di tali esigenze. Di guisa che piuttosto scarsa pare la probabilità di utilizzo di tali clausole nella prassi<sup>24</sup>.

Una forse maggiore possibilità applicativa potrebbero invece avere clausole che, prevedendo un *obbligo* di riscatto, garantiscano una possibilità di *exit* al socio, così consentendogli uno smobilizzo dell'investimento in ipotesi – frequenti nella s.r.l., specie considerata la mancanza di un mercato in cui scambiare le partecipazioni – in cui corra il rischio di restare “imprigionato” nella società<sup>25</sup>.

---

*E. Colombo*, Torino, 2011, 230, nt. 10, precisando che, sulla scia di quanto previsto in tema di esclusione dall'art. 2473-*bis* c.c., la quota riscattata dalla società dovrebbe essere rimborsata entro i limiti dell'impiego di utili e riserve disponibili, con immediato annullamento della stessa e conseguente automatico accrescimento delle partecipazioni degli altri soci.

<sup>22</sup> Cfr. CALVOSA (nt. 1), 13; dopo la riforma, ZANARONE, (nt. 15), 785 s. e 866; TANZI (nt. 15), 1558, nt. 5. Isolatamente *contra*, con riferimento all'ipotesi di clausole che attribuiscono un potere di riscatto, DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *NGCC*, 2006, 389, facendo leva sulla preteso carattere eccezionale delle norme di legge che rendono possibile incidere sull'altrui sfera giuridica.

<sup>23</sup> Su questa funzione del riscatto, del tutto in linea con la possibile modulazione in termini spiccatamente personalistici della s.r.l., cfr. già CALVOSA (nt. 1), 12 s. E vedi *infra*, par. 3.

<sup>24</sup> Si può ipotizzare che la scelta di inserire nello statuto, ai fini indicati nel testo, una clausola di riscatto a favore dei soci, piuttosto che un'ipotesi di esclusione, potrebbe trovare una logica nel fatto di voler evitare il coinvolgimento (anche solo eventuale) del patrimonio sociale per procedere al rimborso della partecipazione del socio.

In punto di disciplina resterebbero poi da chiarire i reciproci rapporti tra clausole di riscatto potestativo ed esclusione, in particolare chiedendosi se – ai fini della loro validità – alle prime debba applicarsi analogicamente l'art. 2373-*bis* c.c., il quale – in relazione all'esclusione – richiede che le relative ipotesi siano “specifiche” nonché valutabili in termini di “giusta causa” (in senso affermativo cfr. ZANARONE (nt. 15), 866 s.). Ulteriormente, potrebbe porsi l'interrogativo sull'eventuale esistenza di limiti all'autonomia privata nella fissazione del prezzo di riscatto (nel senso dell'applicazione dei criteri di rimborso previsti dall'art. 2473, comma 3°, c.c. per il recesso, in analogia con quanto stabilito dall'art. 2437-*sexies* c.c., v. ZANARONE (nt. 15), 867, nt. 78).

<sup>25</sup> Sull'emissione di *redeemable shares* quale strumento in grado di incentivare l'investimento in società di capitali “chiuse” (*Private Companies*), garantendo – per il tramite dell'attribuzione di una pretesa al riscatto da parte della società – una possibilità di recupero del capitale a soci “investitori” timorosi di restare “imprigionati” nella società, v., con riferimento all'ordinamento britannico, FERRAN, *Principles of Corporate Financial Law*, New York, 2008, 204.

Nell'ordinamento italiano l'incentivo alla partecipazione in una s.r.l. di soggetti interessati principalmente alla dimensione finanziaria dell'investimento potrebbe passare per l'attribuzione agli stessi, fra l'altro, di un diritto “particolare” a ottenere il riscatto dai soci “imprenditori” (*ex at.* 2368, comma 3°, c.c.), cui, di contro, potrebbe essere garantita l'“esclusiva” sull'amministrazione. Rispetto all'alternativa del conferimento a tali soggetti di un diritto particolare di recesso (sulla cui ammissibilità v., per tutti, DACCÒ, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum *Gian Franco Campobasso*, 3, Torino, 2007, 407), tale soluzione parrebbe presentare un vantaggio in termini di flessibilità; in particolare, quello di poter garantire una via d'uscita “*ad nutum*”, non sussistendo in tal caso i rischi (potenziale intaccamento del patrimonio sociale per procedere al rimborso, qui mai

Considerazioni parzialmente simili potrebbero farsi in relazione al possibile utilizzo dello strumento del riscatto (di azioni o quote<sup>26</sup>) nell'ambito di società cooperative.

Al di là dell'ipotesi legale prevista dall'art. 2525 c.c.<sup>27</sup>, e ferma l'astratta ammissibilità del riscatto – tanto di quello “finalizzato”<sup>28</sup>, quanto di quello “non finalizzato” alla riduzione del capitale sociale – è possibile osservare, con riferimento al secondo, che il segnalato possibile utilizzo di una clausola riconscente un potere di riscatto in chiave di personalizzazione della compagine sociale o in via *lato sensu* sanzinatoria può apparire superfluo, non appena si ricordi che, in relazione alle cooperative, è previsto *per legge* l'istituto dell'esclusione dei soci<sup>29</sup> (fra l'altro “per gravi inadempienze delle obbligazioni che derivano dalla legge, dal contratto sociale, dal regolamento o dal rapporto mutualistico” o “per mancanza o perdita dei requisiti previsti per la partecipazione alla società”: art. 2533, comma 1°, nn. 2 e 3, c.c.). Una maggiore possibilità applicativa parrebbe invece ipotizzabile in relazione ai cd. soci finanziatori, specie nell'ottica di garantire loro una possibilità di disinvestimento per il tramite di un meccanismo di riscatto obbligatorio<sup>30</sup>.

---

possibile essendo i soci i soggetti chiamati al riscatto) che spingono parte maggioritaria della dottrina a richiedere l'indicazione di specifiche e oggettive cause ai fini della validità della clausola di recesso convenzionale: in tal senso v., da ultimo, ZANARONE (nt. ), 779 ss., ove anche una sintesi delle varie posizioni dottrinali sul punto.

In ordine all'ammissibilità dell'utilizzo statutario dell'obbligo di riscatto – quale strumento alternativo al recesso legale previsto dall'art. 2469, comma 2°, c.c., per evitare la “prigionia” del socio – nell'ipotesi in cui sia prevista una clausola di cd. mero gradimento e lo stesso sia negato dal soggetto competente v. ZANARONE (nt. 15), 785 s.; cfr. anche COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamento I.I.5*, in [www.trivenetogiur.it](http://www.trivenetogiur.it).

<sup>26</sup> Va rilevato che l'art. 2529 c.c., nel prevedere la possibilità che “l'atto costitutivo autorizzi gli amministratori ad acquistare o rimborsare quote o azioni” (nel rispetto di limiti solo in parte coincidenti con quelli previsti *ex art.* 2357 per la s.p.a.) pare in linea di principio giustificare – a differenza di quanto si è osservato in tema di s.r.l., sulla scorta del divieto di cui all'art. 2474 c.c. – anche una clausola di riscatto (“non finalizzato”) di quote da parte delle cooperative organizzate (nei limiti della compatibilità) secondo le norme previste per la società a responsabilità limitata: in tal senso, valorizzando il dato testuale, cfr., prima della riforma, CALVOSA (nt. 1), 19 s.; dopo la riforma, nel senso dell'ammissibilità dell'acquisto di quote proprie, fra altri, GENCO, *La riforma delle società cooperative*, Milano, 2003, 111; per l'opinione contraria v. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, 197 s., propenso a ritenere ammissibile il solo rimborso (ma non l'acquisto) di quote da parte della cooperativa.

<sup>27</sup> In base all'art. 2525, comma 3°, c.c., qualora lo statuto di una cooperativa con più di cinquecento soci opti per l'innalzamento del limite massimo alla partecipazione detenibile dal socio sino al due per cento del capitale sociale, “le azioni eccedenti tale limite possono essere *riscattate* o alienate nell'interesse del socio dagli amministratori”. Per l'analisi di questa norma, non scevra di dubbi interpretativi (fra gli altri, quali i criteri di determinazione del prezzo di riscatto in tal caso?), cfr. GENCO (nt. 26), 60 ss. e BONFANTE, *La nuova società cooperativa*, Bologna, 2010, 113 ss.

<sup>28</sup> Anche se non espressamente prevista dalle legge, si tende ad ammettere anche nella cooperativa la possibilità di procedere alla riduzione reale del capitale. Prima della riforma v. già VERRUCOLI, *La società cooperativa*, Milano, 1958, 338, seguito da CALVOSA (nt. 1), 20; dopo la riforma, per tutti, AA. VV., *Diritto delle società [Manuale breve]*, Milano, 2008, 469.

<sup>29</sup> Già lo rilevava, prima della riforma, CALVOSA (nt. 1), 20.

<sup>30</sup> In tema v. CALVOSA (nt. 1), 208. In relazione alle società cooperative costituite secondo la disciplina delle s.p.a., con riferimento alle azioni “lucrative” (nonché agli altri strumenti finanziari) emessi ai sensi dell'art. 2426, comma 6°, c.c., l'attribuzione alla società di un potere di riscatto potrebbe inoltre atteggiarsi quale mezzo per adattare la relativa struttura finanziaria, specie nel caso

La delineata parzialità funzionale (nonché – per le s.r.l. – tipologica) del riscatto nelle società di capitali diverse dalla società per azioni consiglia dunque di concentrare gli sforzi interpretativi solo su quest'ultima<sup>31</sup>, in quanto unica forma organizzativa dell'attività d'impresa nel cui alveo l'istituto è in grado di emergere in tutte le sue (complesse) sfaccettature.

2) *Il polimorfismo del riscatto nella società per azioni: potere di riscatto, obbligo di riscatto e riscatto automatico di azioni.*

Nell'analizzare il fenomeno del riscatto nelle società per azioni, pare opportuno muovere anzitutto dalla ricostruzione degli *elementi morfologici* della figura.

A tal proposito va sottolineato che il riscatto – come si sarà inteso dalle note che precedono – si atteggia come fattispecie *polimorfica*, essendo diverse le varianti strutturali in cui si può manifestare. Vediamo ora di analizzarle partitamente.

A) Nell'accezione che potrebbe definirsi “classica”, il riscatto<sup>32</sup> si atteggia come *potere* riconosciuto in capo alla società, ai soci (o, eventualmente, a soggetti estranei alla compagine sociale) di acquistare, per il tramite di una dichiarazione unilaterale di volontà, le azioni di titolarità di un socio (o di più soci).

In termini civilistici, il riscatto è comunemente ricostruito quale diritto potestativo cui fa da *pendant* una situazione di mera soggezione in capo al titolare delle azioni riscattabili<sup>33</sup>; fattispecie, questa, accostabile a quella che caratterizza il patto di opzione (all'acquisto) di cui all'art. 1331 c.c.<sup>34</sup>.

---

(comune) in cui tali titoli attribuiscono pretese privilegiate sugli utili realizzati dalla società e si voglia procedere al loro ritiro, eventualmente emettendone di nuovi.

<sup>31</sup> Con l'avviso che le considerazioni che si effettueranno nel prosieguo valgono anche per la società in accomandita per azioni, stante il rinvio di cui all'art. 2454 c.c.

<sup>32</sup> Il termine riscatto “non deve trarre in inganno: ciò in quanto lo stesso non indica (come potrebbe lasciare intendere il prefisso) che le azioni vengono ri-acquistate da chi ne è sia già stato in precedenza titolare”: così CALVOSA (nt. 1), p. 156.

<sup>33</sup> CALVOSA (nt. 1), 150 s.; dopo la riforma, in senso conforme, DE MARTINIS (nt. 22), 388 s.; BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004, 935; OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, II, 2004, 61 s.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale, 1, Torino, 2006, 595; DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Società*, 2008, 417; MAGLIULO (nt. 7), 115; 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; MALIMPENSA (nt. 21), 233.

<sup>34</sup> In tal senso PRESTI, *Le clausole di “riscatto” nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, II, 1983, 400 s., nota 9; STANGHELLINI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, 82 s.; PERRINO (nt.1), 354; ESPOSITO, *L'esclusione come strumento generale di “exit” societario*, in *Riv. not.*, 2004, 293; DI BITONTO (nt. 33), 418; TRIPPUTI, *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto, divieto di concorrenza del socio e sanzioni per la violazione di tale divieto*, in *Giur. comm.*, II, 2010, 328.

Comune, nell'ambito di questa prima sottocategoria – e guardando anche al profilo teleologico – è la distinzione fra riscatto “finalizzato” alla riduzione volontaria del capitale sociale e riscatto “non finalizzato” alla modifica statutaria<sup>35</sup>.

La distinzione riguarda la sola ipotesi in cui soggetto riscattante sia la società e si basa sulla diversa sorte delle azioni a seguito dell'acquisto coattivo: se siano cioè destinate all'annullamento (con correlativa riduzione del capitale sociale) o a rimanere nel portafoglio delle società (ed eventualmente rimesse nuovamente in circolazione con un successivo atto dispositivo)<sup>36</sup>. Come si vedrà, tale bipartizione

---

<sup>35</sup> Per questa distinzione, successivamente divenuta tralatizia in dottrina, si vedano PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, 763 ss. e PRESTI (nt. 34), 399; cfr. pure PERRINO (nt. 1), 328 ss.; CALVOSA (nt. 1), 28 ss. e 41 ss.

<sup>36</sup> In ottica comparatistica, va rilevato che il diffuso riconoscimento del riscatto azionario non comporta che in tutti gli ordinamenti ove è contemplato sia prevista la distinzione fra riscatto “finalizzato” e riscatto “non finalizzato” alla riduzione reale del capitale sociale. In ambito comunitario, ferma l'espressa previsione di entrambe le ipotesi nella cosiddetta II Direttiva in materia societaria (Direttiva 77/91/CEE, come modificata dalla Direttiva 2006/68/CE), rispettivamente agli artt. 36 e 39, vi sono Stati, quali ad esempio la Gran Bretagna, in cui il riscatto è tassativamente seguito dall'annullamento della azioni (v. *Companies Act 2006, section 688*), con l'effetto di ridurre il capitale rappresentato dalle *issued shares*. Nelle *public companies*, il riscatto può peraltro avvenire solo con l'utilizzo di riserve distribuibili, salvo il caso in cui vengano emesse nuove azioni al fine specifico di utilizzare i relativi apporti per procedere all'acquisto [cfr. la *section 687 (2) CA 2006*]. A seguito dell'annullamento, e della corrispettiva diminuzione del capitale sociale, deve essere costituita un'apposita riserva (*capital redemption reserve*), soggetta, quanto all'eventuale distribuzione ai soci, alle medesime norme di garanzia previste per la riduzione volontaria del capitale sociale (v. la *section 733 CA 2006*). Per quanto concerne le *private companies* è invece consentito il diretto utilizzo del capitale sociale per provvedere al riscatto delle *redeemable shares*, rispettando il particolare procedimento di cui alle *sections 709 ss. CA 2006*. Su questa disciplina v. HANNINGAN, *Company Law*, Oxford, 2009, 519 ss.

Ricalca sostanzialmente la disciplina prevista per le *public companies* britanniche quella dettata dal legislatore spagnolo in relazione alle “*acciones rescatables*” emesse dalle società per azioni quotate, salva solo la possibilità, ove manchino utili o riserve disponibili (ovvero apporti ricavati da un'emissione di azioni funzionalmente volta a consentire il riscatto), di attingere al capitale sociale per procedere all'acquisto e all'annullamento dell'azioni, ma allora rispettando le cautele previste in caso di riduzione reale del capitale [v. art. 500 del *Texto refundido de la ley de sociedades de capital (L.S.C.)*, approvato dal *Real Decreto Legislativo 1/2010*; già art 92-ter *L.S.A.*]; in tema, da ultimo, cfr. VILLACORTA HERNÁNDEZ, *Las acciones rescatables en el derecho español*, in *Enlaces (www.cesfepesegundo.com/revista/)*, 2011, specie pp. 8-10.

Pure in Germania le varie forme di *Einziehung* previste dal legislatore al § 237 *AktG* sono accomunate dal fatto che le azioni riscattate sono destinate all'annullamento e alla corrispettiva riduzione del capitale sociale, con conseguente necessità di rispettare le relative regole previste a tutela dei creditori (cfr., sul punto, l'ampia analisi di CALVOSA (nt. 1), p. 74). Resta questione interpretativa quella dell'ammissibilità di clausole statutarie che importino un diritto della società al riacquisto delle proprie azioni senza successivo annullamento delle stesse (cfr. PERRINO (nt. 1), p. 386, nt. 265, ove si riporta opinioni affermative nella dottrina tedesca).

Per quanto concerne l'ordinamento francese, si ritiene che la “criptica” previsione comune (*i.e.* valida per tutte le società per azioni) che consente l'emissione di *actions de préférence rachatables* (art. L. 228-12, *alinèa 2°*, *Code comm.*) sia da interpretare come volta a consentire il solo riscatto cui faccia seguito l'annullamento delle azioni, discutendosi poi se la corrispondente riduzione del capitale comporti o meno la possibilità per i creditori di opporsi alla modifica statutaria (nel primo senso v. MORTIER, *Rachat d'actions et actions rachatables*, in *Rev. Soc.*, 2004, 648; per la seconda opinione VIANDIER, *Les actions de préférences*, *JCP*, 2004, 1538, § 87). Diversamente, la specifica previsione dettata per le società quotate (art. L. 228-20 *Code comm.*), stabilendo testualmente l'alternativa tra

riverbera sulla disciplina applicabile al riscatto, dovendosi solo nel secondo caso rispettare le cautele previste dall'art. 2357 c.c. per l'acquisto di azioni proprie<sup>37</sup>, nonché la particolare disciplina prevista dal legislatore per le azioni di cui la società sia divenuta titolare (art. 2357-ter c.c.).

Ancora, con riferimento al riscatto cui fa seguito l'annullamento delle azioni (e quindi "finalizzato" alla riduzione del capitale sociale) è stata avanzata in dottrina la distinzione fra due sub-ipotesi: quella – letteralmente oggetto esclusivo dell'art. 2357-bis, 1° comma, n.1), c.c. – in cui il riscatto<sup>38</sup> delle azioni costituisce modalità

---

riscatto e rimborso delle azioni privilegiate, comporta che la società possa anche detenere in portafoglio le azioni, una volta riscattate (sul punto MORTIER, *op. loc. cit.*, 655).

Anche uscendo dai confini europei, e spostandosi in ambito statunitense, si può evidenziare (v. HAMILTON - BOOTH, *Corporations*, 5° ed., St. Paul, 2006, 491 s.; COX - HAZEN, *Business organizations law*, 3° ed., St. Paul, 2011, 592 ss.) che le *redeemable shares*, una volta riscattate, devono essere cancellate (con ciò intendendosi il loro passaggio da *issued shares* ad *authorized shares*, salvo che lo statuto neghi espressamente la facoltà di successiva riemissione, nel qual caso il riscatto si traduce in un'automatica modifica dello statuto, riducendo il numero di *authorized shares*): in tal senso v. il § 6.31 *MBCA* 2008; il § 510 *Cal. Corp. Code*; già in precedenza il § 67 *MBCA* 1969. Va notato che l'abbandono del sistema del *par value* (e con esso del capitale sociale) nelle versioni del *Model Business Corporation Act* che si sono susseguite a partire dal 1980 comporta che, al fine del riscatto di azioni (così come di ogni altra distribuzione ai soci), non è richiesto – a tutela dell'integrità del capitale sociale – l'utilizzo di poste del netto disponibili, essendo bensì necessario che il pagamento del prezzo non determini l'insolvenza della società (*equity insolvency test*) o l'emergere di un saldo negativo fra le attività e passività facenti capo alla società (*balance sheet test*): cfr. il § 6.40 *MBCA* 2008. Anche negli Stati che ancora prevedono lo *stated capital* è tuttavia comune il riconoscimento – fondato sul necessario annullamento delle azioni riscattate – dell'eccezionale possibilità di procedere al riscatto intaccando direttamente il capitale sociale, ferma la necessità che l'operazione non determini l'insolvenza della società, sulla scia di quanto previsto dal *MBCA* del 1969 (cfr. i §§ 6 e 66, per l'approfondita analisi dei quali v. MURPHY, *Redemption of stock under the Model Business Corporation Act and the Virginia Stock Corporation Act*, in 14 *U. Rich. L. Rev.*, 1979, 311 ss.). Si annoverano peraltro significative eccezioni al sistema appena descritto: è il caso del Delaware, dove è concessa agli amministratori la possibilità di scegliere tra il ritiro delle azioni contestualmente al riscatto (deliberando in tal caso una riduzione del capitale sociale pari al valore nominale delle stesse: §§ 160, 243, 244 *Del. Gen. Corp. Law*) o il mantenimento delle stesse in portafoglio (*treasury shares*), potendo tuttavia utilizzare in quest'ultimo caso per l'acquisto le sole risorse del patrimonio netto ultronee rispetto al capitale sociale (§ 160 *Del. Gen. Corp. Law*). In tale Stato è quindi riscontrabile la dicotomia tra riscatto "finalizzato" e riscatto "non finalizzato" alla riduzione di cui al testo.

<sup>37</sup> V. peraltro *infra*, Cap. III, par. 4, per la dibattuta questione in ordine alla necessità dell'autorizzazione assembleare di cui all'art. 2357 c.c. in caso di riscatto potestativo.

<sup>38</sup> Prima della riforma, parte minoritaria della dottrina riteneva che nel caso prefigurato dall'art. 2357-bis c.c. il termine "riscatto" fosse utilizzato attecnicamente, dovendosi intendere lo stesso non come acquisto in via unilaterale derivante dall'esercizio di un diritto potestativo riconosciuto alla società, bensì come ordinario acquisto necessitante il consenso del cedente (di "relitto linguistico" parlava ad esempio CARBONETTI (nt. 26), 161; nel medesimo senso PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Padova, 1992, 86). Dopo la riforma, l'utilizzo del medesimo termine nell'art. 2437-sexies c.c., il quale disciplina, appunto e pacificamente, l'ipotesi dell'acquisto forzoso di azioni (ove statutariamente previsto), dovrebbe fugare ogni dubbio in proposito: cfr. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2005, 78, nt. 97; ma *contra*, riproponendo la medesima lettura precedente, CARBONETTI, sub art. 2357-bis, in *Commentario Romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, II, 1, Padova, 2009, 343 s., basandosi, fra l'altro (*ivi*, nt. 10), sul dato testuale dell'art. 144-bis Reg. Emittenti, che, nel regolare congiuntamente le fattispecie di acquisto di cui all'art. 2357 e 2357-bis, 1° comma, n. 1, c.c. su rinvio dell'art. 132 t.u.f, prevede forme di acquisto (l'Opa, l'acquisto in borsa, la concessione

attuativa di una delibera di riduzione volontaria del capitale già adottata dalla società, in alternativa alle modalità di esecuzione previste dall'art. 2445, comma 1°, c.c. (riscatto finalizzato definito "sussequente"); e quella in cui l'acquisto avviene sì in funzione dell'annullamento delle azioni, ma indipendentemente da una precedente delibera di riduzione, che in tal caso segue cronologicamente l'acquisto coattivo ed è espressamente giustificata dalla necessità di eliminare le azioni riscattate (riscatto finalizzato "antecedente")<sup>39</sup>. Fattispecie, quest'ultima, in cui pure troverebbe applicazione la norma di cui all'art. 2357-*bis* c.c., nella parte in cui prevede l'esonero dalla disciplina prevista in generale per l'acquisto di azioni proprie<sup>40</sup>.

Pare interessante chiedersi, in termini generali, se in tutte le varianti sopra enucleate il riconoscimento del diritto potestativo di riscatto passi per l'espressa inclusione nello statuto della società (ponendosi allora come patto accessorio che si innesta sul contratto sociale<sup>41</sup>) o se invece siano riscontrabili ipotesi in cui tale potere sia previsto direttamente dalla legge, la quale andrebbe ad integrare il rapporto sociale *ex art.* 1374 c.c.

In particolare, con riferimento alla fattispecie del riscatto deliberato quale modalità di esecuzione della decisione di riduzione del capitale sociale (riscatto finalizzato "sussequente") non mancano nel panorama dottrinale voci atte a ritenere che la possibilità di riscatto sarebbe in tal caso offerta direttamente dall'art. 2357-*bis* c.c., non occorrendo pertanto alcuna previa autorizzazione in tal senso nello statuto sociale<sup>42</sup>.

---

proporzionale agli azionisti di opzioni alla vendita) incompatibili con l'ipotesi di acquisto forzato nell'esercizio di un diritto potestativo. Se tale ultimo assunto appare incontestabile, si potrebbe peraltro attribuire alla norma del Reg. Emittenti una portata diversa da quella proposta da ultimo dall'A. In particolare, si può ritenere che, in considerazione delle peculiarità delle società per azioni quotate, la Consob – confermando la scelta in origine contemplata direttamente nel t.u.f. – abbia in tal caso voluto discostarsi dalla disciplina ordinaria prevista nel codice civile, attribuendo all'assemblea che delibera la riduzione del capitale la possibilità di avvalersi – quale modalità alternativa di esecuzione rispetto a quelle di cui all'art 2445 c.c. – non dello strumento del riscatto delle azioni dai soci, bensì di quello dell'acquisto consensuale, nelle particolari forme prescritte. Come riconosciuto dallo stesso Carbonetti, resterebbe peraltro ferma, anche per le società quotate, la possibilità di predeterminare in via statutaria il riscatto di azioni da annullare in sede di riduzione del capitale sociale (vedi quanto detto *infra* nel testo).

<sup>39</sup> Per questa distinzione cfr. CENTONZE (nt. 38), 78 ss.

<sup>40</sup> Sui dubbi circa l'ammissibilità del riscatto finalizzato "antecedente", che paiono fugati alla luce della riforma del 2003, e sulla relativa disciplina applicabile si veda *infra*, par. 4.

<sup>41</sup> Cfr. CALVOSA (nt. 1), 157.

<sup>42</sup> Vedi CALVOSA (nt. 1), 32; CENTONZE (nt. 38), 79, nota 99; CIOCCA (nt. 33), 37.

Si osservi che tale ipotesi di potere di riscatto legale non costituirebbe un *unicum* nel nostro ordinamento: in materia di offerta pubblica di acquisto totalitaria, infatti, il legislatore attribuisce all'offerente che raggiunga una partecipazione pari al novantacinque per cento del capitale in una società quotata "il diritto di acquistare i titoli residui entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'accettazione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto" (art. 111 t.u.f.). Differentemente dall'ipotesi prevista dall'art. 2357-*bis* c.c., si tratta in tal caso di un diritto potestativo di acquisto (c.d. diritto di *squeeze out*) riconosciuto non in capo alla società, ma – quale diritto "di quota" – al socio che ha promosso l'offerta. Su tale ipotesi cfr., da ultimo, CIOCCA (nt. 33), 33; nel vigore del dettato originario della norma v., fra gli altri, CALVOSA, *Il "diritto di acquisto" (c.d. squeeze-out) e...la mancata tutela delle minoranze*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di Alessandro Cerrai*, a cura di Piras, Pisa, 2005, 187 ss.

Non convincenti paiono infatti gli argomenti addotti a sostegno dell'opinione restrittiva sul punto<sup>43</sup>: in particolare, non quello basato sulla convinzione che il riscatto si accompagni *sempre* ad un'alterazione dei pregressi reciproci rapporti di forza tra i soci<sup>44</sup>, dal momento che – secondo un consolidato orientamento interpretativo – le modalità di riduzione del capitale sociale (ivi compreso, allora, il riscatto seguito dall'annullamento delle azioni), salva diversa previsione statutaria o decisione unanime dei soci, devono incidere in misura proporzionale sulle partecipazioni detenute da ciascun socio<sup>45</sup>. Neppure persuade la considerazione secondo cui, in tutti i casi di acquisto senza il consenso del titolare, vi sarebbe l'esigenza di una clausola statutaria che autorizzi la società a procedere al ritiro forzoso delle proprie azioni<sup>46</sup>, visto che – come si è attentamente osservato<sup>47</sup> – in caso di riduzione del capitale sociale, qualora la stessa venga attuata attraverso la riduzione del numero di azioni in circolazione, l'effetto per il socio dissenziente consiste *sempre* nella rinuncia forzata ad una parte delle proprie azioni; e ciò anche quando alla delibera sia data esecuzione mediante “rimborso” ai sensi dell'art. 2445 c.c. (e cioè con diretto annullamento delle azioni “in capo” al socio, senza che sia individuabile un previo momento traslativo dai soci alla società)<sup>48</sup>.

Se si condividono tali considerazioni, si deve concludere che un'espressa predeterminazione statutaria è necessaria *nel solo caso in cui si vogliano stabilire*

---

<sup>43</sup> Vedi, per tutti, FRÈ-SBISÀ, *Società per azioni*, VI ed., in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, 1997, 403, la cui opinione è richiamata, fra gli altri, da PORTALE (nt. 35), 765 e PRESTI (nt. 34), 399. Vedi pure NOBILI-SPOLIDORO (nt. 20), 414 e gli autori *ivi* citati alla nota 18.

<sup>44</sup> In tal senso, in particolare, BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato Rescigno*, 17, Torino, 1985, 127.

<sup>45</sup> In tal senso, fra i molti altri, FRÈ-SBISÀ, (nt. 43), 405; CARBONETTI (nt. 26), 160; NOBILI-SPOLIDORO (nt. 20), 238; GALGANO (nt. 15), 229; FERRARA-CORSI, *L'imprenditore e la società*, XIV ed., Milano, 2009, 727; v. pure CALVOSA (nt. 1), 34, anche per richiami alla dibattuta questione concernente la conformità del sistema del sorteggio delle azioni da (riscattare ed) annullare con il principio di parità di trattamento. Per una recente presa di posizione contraria all'applicazione del principio della parità di trattamento (anche) in sede di riduzione del capitale sociale v. DE LUCA, *Unequal Treatment and Shareholders' Welfare Growth: "Fairness" v. "Precise Equality"*, in *34 Del. J. Corp. L.*, 2009, 853 ss., con ampio corredo di riferimenti comparatistici.

<sup>46</sup> Così FRÈ-SBISÀ (nt. 43), 403.

<sup>47</sup> Cfr. CENTONZE (nt. 38), 79 s., nota 99.

<sup>48</sup> Nel senso che sia questa – in termini tecnico-giuridici – la differenza tra il “riscatto” *ex art.* 2357-*bis* c.c. e il “rimborso” di cui all'art. 2445 c.c. v. CALVOSA (nt. 1), 38. Come già segnalato (*supra*, nt. 20), ulteriore, rilevante elemento di distinzione fra le due ipotesi è costituito dalla (possibile) diversa entità del corrispettivo. Infatti, mentre in caso di annullamento diretto in capo al socio delle azioni, esse non possono che essere rimborsate al valore nominale, in caso di riscatto *il prezzo può essere fissato anche in misura difforme*: v. CARBONETTI (nt. 26), 159 ss.; NOBILI - SPOLIDORO (nt. 20), 417, rilevando che l'art. 2357-*bis* c.c. non fissa testualmente alcuna prescrizione in relazione al prezzo; CALVOSA (nt. 1), 38 ss.; CENTONZE (nt. 38), 82, nt. 103; *contra*, in giurisprudenza, Trib. Verona, 28 gennaio 1990, in *Società*, 1990, 682. In particolare, ove superiore al valore nominale, per corrispondere la parte di prezzo eccedente la società dovrà attingere da utili e riserve disponibili (compresa la parte di riserva legale eccedente i limiti di cui all'art. 2430 c.c.) o eventualmente da riserve statutarie (costituite *ad hoc* o con mutamento della destinazione sancita dall'assemblea straordinaria che delibera la riduzione): cfr. NOBILI-SPOLIDORO (nt. 20), 418; CARBONETTI (nt. 26), 161 ss.

*preventivamente le azioni assoggettabili a riscatto* in sede di riduzione del capitale sociale<sup>49</sup>.

Resta infine fermo che è possibile prevedere una clausola di riscatto anche in un patto parasociale, rimanendo peraltro in tal caso vincolati i soli paciscenti, dal momento che l'accordo sarebbe privo dell'efficacia "reale" propria delle clausole statutarie<sup>50</sup>.

B) Ulteriore variante – che potrebbe dirsi speculare a quella di cui si è finora discusso – in cui il riscatto si può manifestare è quella in cui al soggetto riscattante (società, soci o – ove ammesso – terzi), invece che riconoscersi un potere di acquistare in via unilaterale le partecipazioni di un socio (o più soci), sia imposto un *obbligo* di riscattare le azioni dai titolari<sup>51</sup>.

La ricostruzione in termini civilistici di questa seconda subcategoria è meno nitida della prima.

Comunemente, con il termine "riscatto obbligatorio" s'indica in dottrina la fattispecie caratterizzata dal diritto potestativo del socio a far acquistare – per via di una propria dichiarazione unilaterale – le proprie azioni dal soggetto designato, il quale versa pertanto in una situazione di mero *pati*<sup>52</sup>. Così letta, la figura si presenta come perfettamente speculare a quella del potere di riscatto ed è agevolmente accostabile – come già rilevato – al patto d'opzione (ma, in tal caso, alla vendita)<sup>53</sup>.

Non sembra tuttavia, questa, l'unica ricostruzione della fattispecie ipotizzabile.

A ben vedere, infatti, l'"obbligo di riscatto" può prestarsi a un secondo accostamento dogmatico, in particolare con il cosiddetto contratto preliminare di vendita unilaterale: in quest'ottica il (solo) soggetto chiamato al riscatto sarebbe gravato nei confronti del titolare delle azioni dall'obbligo di addivenire alla conclusione di un contratto definitivo di acquisto. In termini pratici, la differenza tra

---

<sup>49</sup> Vedi CENTONZE (nt. 38), 79 s., nota 99; CIOCCA (nt. 33), 37 e 50. Prima della riforma, per l'ammissibilità di tale clausola, PORTALE (nt. 35), 766; PRESTI (nt. 34), 400; PERRINO (nt. 1), 342 ss.

Non sembra costituire un ostacolo alla conclusione patrocinata nel testo l'art. 36 della citata seconda Direttiva comunitaria in materia societaria, nella parte in cui prevede che "il ritiro forzato deve essere autorizzato dallo statuto o dall'atto costitutivo prima della sottoscrizione delle azioni oggetto del ritiro" (comma 1°, lett. a). Ove correttamente intesa, la disposizione pare infatti richiedere una previa clausola statutaria proprio (e solo) nel caso in cui s'intendano pre-individuate le azioni che verranno riscattate e annullate al momento della delibera di riduzione reale: sul punto v. CENTONZE, *op. loc.cit.*

<sup>50</sup> Per alcune riflessioni sulla questione della natura organizzativa (e non meramente parasociale) della clausola di riscatto inserita nello statuto e sui relativi effetti v. *infra*, Cap. II, par. 1.

<sup>51</sup> Si tratta, per la verità, di una figura sulla cui generale ammissibilità statutaria non v'era unità di vedute in dottrina prima della riforma. Dopo la novella legislativa del 2003 – come si avrà modo di rilevare (*infra*, par. 4) – essa non pare, almeno in linea generale, contrastare con principi inderogabili in materia di s.p.a.

<sup>52</sup> In tal senso vedi, già prima della riforma, CALVOSA (nt. 1), 228 e *passim*; STANGHELLINI (nt. 34), 81; dopo la riforma del 2003, CALVOSA (nt. 6), 197; SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 146; DI BITONTO (nt. 33), 421; ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, a cura di Abriani-Ambrosini-Cagnasso-Montalenti, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, vol. IV, Padova, 2010, 324; incidentalmente, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 99*, in *Massime notarili in materia societaria*, elaborate dalla Commissione per i principi uniformi in tema di società, IV ed., Milano, 2009.

<sup>53</sup> In tal senso cfr. STANGHELLINI (nt. 34), 83, nt. 106; DI BITONTO (nt. 33), 421, nt. 77; CIOCCA (nt. 33), 35.

questa seconda configurazione e la prima (opzione di vendita) risiede nel fatto che per ottenere il riscatto non sarebbe in tal caso sufficiente la sola manifestazione di volontà unilaterale del titolare delle azioni, dovendo a tal fine sussistere una dichiarazione di volontà conforme anche da parte del soggetto su cui grava l'obbligo (in mancanza della quale il socio potrebbe servirsi del rimedio giudiziale dell'esecuzione in forma specifica ai sensi dell'art. 2392 c.c.).

Sembra opportuno osservare che a tale secondo schema è ricondotta – dalla dottrina che l'ha commentata<sup>54</sup> – la particolare ipotesi statutaria di acquisto obbligatorio tipizzata dal legislatore della riforma all'art. 2355-*bis*, comma 2°, c.c. (e cioè quale strumento di *exit* da prevedersi statutariamente ai fini dell'efficacia della clausola di c.d. mero gradimento, in caso di denegato *placet* alla cessione da parte dell'organo preposto)<sup>55</sup>.

Da un punto di vista lessicale, in effetti, al fine di individuare l'ipotesi in cui al socio sia attribuito un vero e proprio diritto potestativo alla vendita, parrebbe più propriamente doversi parlare di “diritto al riscatto” o di “diritto di far acquistare le proprie partecipazioni” riconosciuto al titolare delle azioni. E proprio in tale ultimo senso si esprime il legislatore in alcune ipotesi tipiche in cui direttamente (*i.e.*, a prescindere da una previsione statutaria) sembra riconoscere in capo ai soci la possibilità di ottenere unilateralmente l'acquisto delle proprie partecipazioni (v. artt. 2505-*bis*, comma 1°, <sup>56</sup> e 2506-*bis*, comma 4°, c.c.<sup>57</sup>).

Ne consegue che alla medesima formulazione sembrerebbe consigliabile che i soci facciano riferimento, ove precipuamente intendano prevedere (nell'esercizio della loro autonomia statutaria)<sup>58</sup> un tale diritto potestativo, svincolando in tal modo la realizzazione dell'effetto traslativo dall'assenso del soggetto riscattante (o, ove questa manchi, dall'intervento giudiziale ai sensi dell'art. 2392 c.c.). Ciò onde

---

<sup>54</sup> Fin d'ora si veda, fra gli altri, STANGHELLINI, sub *art. 2355-bis*, in NOTARI (a cura di), *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c.*, cit. (nt. 4), 578 ss.

<sup>55</sup> Su questa fattispecie statutaria di riscatto obbligatorio, introdotta sulla scia del modello francese (cfr. art. L. 228-24, *Code Comm.*, su cui v., fra gli altri, MORTIER (nt. 36), 641 ss.), si avrà modo di tornare più avanti nel corso delle trattazioni.

<sup>56</sup> Ai sensi del quale, non è necessaria la redazione della relazione sulla congruità del rapporto di cambio nel caso di fusione per incorporazione in cui l'incorporante detenga almeno il novanta per cento delle azioni dell'incorporata, “qualora venga concesso agli altri soci della società incorporata *il diritto di far acquistare le loro azioni...dalla società incorporante per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso*”.

<sup>57</sup> Secondo tale disposizione, qualora il progetto di scissione preveda un'assegnazione delle partecipazioni della (o delle) società beneficiarie ai soci della scissa in misura non proporzionale alla loro quota di partecipazione originaria “il progetto medesimo deve prevedere *il diritto* dei soci che non approvino la scissione *di far acquistare le proprie partecipazioni* per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso”, indicando i soggetti acquirenti.

<sup>58</sup> Va osservato – conformemente a quanto si è detto *supra* in tema di potere di riscatto – che non in tutte le circostanze la possibilità per i soci di richiedere il riscatto delle azioni di cui sono titolari passa per l'introduzione di un'espressa clausola nello statuto, con conseguente innesto sul contratto sociale di un patto accessorio. Alle ipotesi legali di diritto al riscatto ricordate alle due note che precedono, vanno infatti aggiunte le fattispecie di acquisto obbligatorio previste dall'art. 108 t.u.f. a tutela delle minoranze azionarie di società quotate, nel caso in cui vengano a consolidarsi in capo ad un singolo socio percentuali cospicue di capitale sociale. È inoltre possibile che meccanismi di riscatto obbligatorio siano contemplati in patti parasociali, fermo restando che in tal caso essi interessano i soli soggetti contraenti, non essendo dotati dell'efficacia reale propria delle sole disposizioni statutarie.

evitare l'insorgere di incertezze interpretative ed applicative in ordine alla compiuta attuazione del meccanismo di riscatto previsto dalla clausola.

C) Come segnalato in dottrina<sup>59</sup>, è infine ipotizzabile una terza variante dell'istituto: in particolare, è possibile che, in esercizio dell'autonomia contrattuale, si preveda l'inserimento nello statuto sociale<sup>60</sup> di clausole che prevedono il *riscatto automatico* – a scadenze determinate o al verificarsi di determinati eventi – delle azioni di uno o più soci. In tal caso, in presenza delle circostanze previste dalla clausola si determina *ipso iure* il trasferimento della titolarità delle azioni in capo ai soggetti individuati (società, soci o – ove ritenuto ammissibile – terzi).

Tale fattispecie – conosciuta anche in altri ordinamenti<sup>61</sup> – si specifica rispetto alle due precedenti perché la realizzazione dell'effetto traslativo avviene in tal caso a prescindere da qualsiasi manifestazione di volontà, tanto del soggetto che viene

---

<sup>59</sup> Da ultimo v. CIOCCA (nt. 33), 36; prima della riforma, fra altri, cfr. STANGHELLINI (nt. 34), 80.

<sup>60</sup> A differenza di quanto osservato in relazione al potere e all'obbligo di riscatto, non è riscontrabile alcuna ipotesi legale di riscatto automatico. In questa veste, dunque, la fattispecie si presenta come manifestazione dell'autonomia statutaria, liberamente esercitabile nei limiti in cui non infranga principi inderogabili in materia di s.p.a.: sul punto si avrà modo di tornare diffusamente nei successivi Capitoli, allorché si analizzeranno le ipotesi statutarie di riscatto.

Resta fermo, inoltre, che un meccanismo di riscatto automatico potrebbe essere contemplato in un patto parasociale, ma allora con le note differenze rispetto all'ipotesi statutaria in termini di effetti.

<sup>61</sup> Ad esempio, con riferimento all'ordinamento francese, si osserva, in relazione all'ipotesi generale prevista dall'art. L. 228-12, *alinéa 2°*, *Code comm.*, che “*les actions rachetables sont des actions dont le rachat forchè est prévu dès l'émission, soit de plein droit (de seul fait de la survenance d'un terme ou d'un événement quelconque), soit par un acte unilatéral de volonté (émanant en pratique de la société ou de l'actionnaire)*”: così MORTIER (nt. 36), 646. V. pure VIANDIER (nt. 36), 1538, n° 82, il quale, nel silenzio delle norme sul punto, parrebbe ammettere il solo riscatto automatico al verificarsi di determinati eventi.

Pure nel diritto americano, fra le ipotesi di *mandatory redemption*, si annovera non solo quella in cui le azioni siano da riscattare “*at the option of the shareholder*” ma anche “*upon the occurrence of a specified event*”: v. in tal senso, da ultimo, il § 6.01 (c) (2) *MBCA 2008*. Sul punto v. già DODD, *Purchase and Redemption by a Corporate of its own Shares: the Substantive Law*, in 89 *U. Pa. L. Rev.*, 1941, 730 ss., anche per la dibattuta questione in ordine al trattamento da riservare al titolare di azioni da riscattare a data fissa, qualora la società, *in bonis* alla scadenza prefissata, non liquidi immediatamente il corrispettivo al socio, divenendo poi insolvente prima di aver effettuato il pagamento. In merito cfr. pure JONES, *Redeemable Corporate Securities*, in 5 *S. Cal. L. Rev.*, 1931, 97 ss.; NOTE, *Redemption of Preferred Shares*, 83 *U. Pa. L. Rev.*, 1935, 893 ss.; NOTE, *Stock Redemption at the Option of the Shareholders in the Close Corporation*, in 48 *Iowa L. Rev.*, 1963, 986 ss. In giurisprudenza, fra altri precedenti significativi, nel senso che occorre guardare alla situazione esistente alla scadenza (e quindi ritenendo lecito il pagamento al titolare), cfr. *Campbell v. Grant Trust Saving Co.*, 182 N. E. 267 (Ind. App. 1932); in senso contrario, ritenendo pertanto il pagamento illegittimo, in quanto lesivo per i creditori sociali, *Vanden Bosch v. Michigan Trust Co.*, 35 Fed. (2d) 643 (C.C. A. 6th, 1929).

Anche nell'ordinamento britannico, dove la legge permette l'emissione di “*shares that are to be redeemed or are liable to be redeemed at the option of the company or the shareholder*” [section 684 (1) *CA 2006*], prevedendo nello statuto “*the terms, conditions and manner*” del riscatto (section 685 *CA 2006*), è comune – considerata l'ampia autonomia flessibilità riconosciuta dal legislatore – prevedere azioni il cui riscatto sia automaticamente legato ad una determinata scadenza o al verificarsi di un certo evento: in tema v. FERRAN (nt. 25), 156.

Infine, nel diritto portoghese, vedi l'art. 345 *CSC*, secondo cui, ove autorizzata nello statuto, è possibile l'emissione di *acções preferenciais*, prevedendone il riscatto (oltre che per delibera dell'assemblea generale) “*em data fixa*”.

privato delle azioni, quanto di quello che viene ad acquistarle. Sotto questo profilo, essa può essere definita un “ibrido”, dal momento che presenta allo stesso tempo elementi propri tanto della variante del “potere”, quanto di quella dell’“obbligo” di riscatto: come nella prima ipotesi, infatti, il titolare delle azioni subisce il trasferimento coattivo delle proprie partecipazioni; d’altra parte, però, pure il soggetto riscattante si vede “costretto” all’acquisto delle azioni e al correlato obbligo di pagare il prezzo, proprio come avviene in caso di riscatto obbligatorio<sup>62</sup>.

Messa in luce la varietà morfologica del riscatto, pare opportuno osservare – per completare la panoramica sul profilo strutturale delle fattispecie – che elemento giuridico comune a tutte le ipotesi sopra evidenziate pare essere quello della *derivatività* dell’acquisto in capo al soggetto che riscatta le azioni. Ciò in quanto esso – ferma l’eventuale applicazione della regola dell’acquisto di buona fede *a non domino* di cui all’art. 1993 c.c. – presuppone generalmente una situazione giuridica pregressa su cui interagire, vale a dire la proprietà delle azioni riscattate, ed è legato alla titolarità di essa in capo al soggetto riscattato.

Dovrebbe derivare da ciò che il soggetto riscattante acquista lo *stesso diritto* che viene trasferito, con la stessa ampiezza e le stesse limitazioni. Sì che se, ad esempio, le azioni riscattate fossero gravate da un diritto di usufrutto o di pegno, il soggetto riscattante non dovrebbe acquistarle libere<sup>63</sup>.

Non mancano tuttavia in dottrina voci contrarie a quest’assunto, con particolare riguardo all’ipotesi in cui in capo all’acquirente sia riconosciuto un potere di riscatto.

A tal fine, si è da taluno fatto leva sul generale principio dell’opponibilità *erga omnes* delle clausole statutarie<sup>64</sup>. In senso contrario, si è peraltro osservato che altro è l’opponibilità reale dello statuto sociale contenente una clausola di riscatto azionario, altro è l’opponibilità reale dell’atto di riscatto, il quale, in mancanza di un’espressa norma derogatrice, sarebbe soggetto “ai principi generali in tema di acquisto a titolo derivativo e di efficacia del negozio giuridico con specifico riferimento all’intangibilità dell’altrui sfera giuridica (art. 1372, comma 2°, c.c.)”<sup>65</sup>. Per la verità parrebbe potersi attribuire al riscatto esercitato in virtù dell’introduzione di una clausola nello statuto – e proprio in considerazione della conseguente efficacia reale – un significato non in contrasto con tali principi: in particolare, si potrebbe ritenere che la previsione statutaria del potere di riscatto<sup>66</sup> abbia il significato di consentire al soggetto riscattante l’acquisto della piena titolarità delle azioni nei confronti di *tutti i soggetti* che abbiano (o vengano a ottenere) *a qualsiasi titolo* diritti sulle partecipazioni sociali riscattabili. In quest’ottica, il riscatto esercitato nei confronti del sottoscrittore originario (o del terzo subacquirente) determinerebbe l’acquisto della (piena) proprietà delle azioni; il riscatto esercitato su azioni che siano state gravate da usufrutto determinerebbe l’acquisto (in via derivativa) della nuda

---

<sup>62</sup>Ragionando in termini civilistici, la clausola in discorso richiama un contratto di vendita sospensivamente condizionato al verificarsi di un determinato evento futuro o incerto (art. 1353 c.c.) o sottoposto a termine iniziale (art. 1465 c.c.).

<sup>63</sup>In tal senso, DE MARTINIS (nt. 22), 389; DI BITONTO (nt. 33), 418.

<sup>64</sup>MAGLIULO (nt. 7), 116.

<sup>65</sup>DI BITONTO (nt. 33), 418.

<sup>66</sup>Le considerazioni che seguono nel testo possono adattarsi anche all’ipotesi in cui la clausola statutaria preveda un riscatto automatico a termine o condizionato.

proprietà dal nudo proprietario e del diritto di usufrutto dall'usufruttuario (con conseguente estinzione dell'usufrutto per riunione dei due diritti in capo alla stessa persona)<sup>67</sup>; infine, nell'ipotesi in cui le azioni riscattabili siano state costituite in pegno, il riscatto sarebbe opponibile al creditore pignoratizio, il quale dovrebbe rilasciare le azioni, perdendo in tal modo la sua garanzia (salvo a ritenersi che essa possa trasferirsi per surrogazione sulla somma corrisposta a titolo di prezzo)<sup>68</sup>.

Va segnalato, inoltre, un secondo orientamento interpretativo il quale, al fine di sostenere l'inopponibilità dei diritti parziari in caso di esercizio del potere di riscatto, fa leva sulla asserita omogeneità del riscatto azionario, tra l'altro, con la fattispecie della vendita con patto di riscatto (art. 1500 c.c. ss.)<sup>69</sup> e sulla valenza "transtipica" di alcune delle norme che disciplinano quest'ultima<sup>70</sup>, le quali troverebbero quindi applicazione in tutti i casi di riscatto (legale e convenzionale) previsti dall'ordinamento. Fra quest'ultime rivelerebbe in particolare la norma di cui all'art. 1505 c.c. ("il venditore che ha esercitato il diritto di riscatto riprende la cosa esente dai pesi e dalle ipoteche da cui sia stata gravata") che – applicata alla fattispecie del riscatto azionario – comporterebbe che la società (o il soggetto) che esercita il diritto potestativo verrebbe ad acquistare la piena proprietà delle azioni, travolgendo gli eventuali diritti reali di godimento o di garanzia costituiti dal titolare dopo la sottoscrizione<sup>71</sup>.

---

<sup>67</sup> Aderendo a questa ricostruzione, il prezzo fissato per l'esercizio del riscatto andrebbe diviso fra nudo proprietario e usufruttuario, in relazione al valore dei rispettivi diritti sull'azione. Non si condivide, sotto questo profilo, l'opinione di MAGLIULO (nt. 7), 116, il quale ricava dall'efficacia *erga omnes* della clausola statutaria di riscatto la (diversa) conseguenza dell'inopponibilità del diritto di usufrutto nei confronti del soggetto titolare del potere di riscatto, interrogandosi poi se l'usufrutto possa trasferirsi in via surrogatoria sulla somma corrisposta a titolo di prezzo.

<sup>68</sup> Risultato – quest'ultimo – assai difficile da sostenere, non verificandosi in tal caso il "perimento" del bene oggetto di garanzia che giustifica la surrogazione reale (cfr., ad es., l'art. 2742 c.c.). In senso dubitativo v. MAGLIULO (nt. 7), 116 s. Alla conseguenza della surrogazione oggettiva dei diritti parziari sulla somma ricevuta in sede di riscatto pare invece doversi senz'altro pervenire nel caso di riscatto "finalizzato" alla riduzione del capitale sociale, là dove si verifica un annullamento della *res* (le azioni) su cui gravano i diritti. Con riferimento al pegno, vedi in tal senso POLI, *Il pegno di azioni*, 2000, Milano, 465 ss.; per l'usufrutto, in relazione alla (accostabile) fattispecie della riduzione del capitale sociale con annullamento delle partecipazioni in sede di recesso, v. FERRARA-CORSI (nt.), 443.

<sup>69</sup> CALVOSA (nt. 1), 115 ss; in senso adesivo CENTONZE (nt. 38), 70 s. Critico, sul punto, PERRINO (nt. 1), 352 ss. Per una netta differenziazione fra le due ipotesi già PRESTI (nt. 34), 400, nt. 9.

<sup>70</sup> Nel senso che si tratterebbe invece di norme eccezionali, come tali insuscettibili di applicazione analogica, DI BITONTO (nt. 33), 418.

<sup>71</sup> Così CALVOSA (nt. 1), 160 s., la quale osserva pure – sotto il profilo pratico – che, aderendo all'interpretazione opposta, la costituzione in pegno o in usufrutto delle azioni riscattabili potrebbe risolversi in uno strumento di paralisi del riscatto.

Per quanto concerne l'ipotesi legale prevista dall'art. 111 t.u.f., nel senso che l'esercizio del potere di riscatto sarebbe incompatibile con il mantenimento dei diritti parziari sulle azioni, vedi VENTORUZZO, sub art. 111 t.u.f., in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, commentario a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, I, Milano, 1999, 491; GUARRACINO, sub art. 111 t.u.f., in *Comm. Alpa-Capriglione*, II, Padova, 1998, 1041.

### 3) *La varietà funzionale del riscatto di azioni.*

Alla varia morfologia del riscatto corrisponde – come già sommariamente emerso nelle note introduttive<sup>72</sup> – un’altrettanta variegata gamma di *declinazioni funzionali* dell’istituto. È ora il caso di approfondire l’argomento, indicando – sulla scia di quanto già evidenziato in dottrina – le funzioni più comuni; con l’avvertenza che la neutralità causale che contraddistingue il riscatto comporta che l’autonomia privata possa servirsene per rispondere alle mutevoli esigenze che possono presentarsi nella prassi e agli interessi che volta a volta si intendono tutelare (fermo – s’intende – il limite della meritevolezza di questi ultimi *ex art. 1322, comma 2° c.c.*)<sup>73</sup>.

A) Cominciando dal versante del potere di riscatto, in particolare, accanto alla funzione tipica (e prima, da un punto di visto legislativo, a essere contemplata) del riscatto “finalizzato” (modalità di rimborso in sede di riduzione reale del capitale sociale), assai diversificate possono essere le finalità perseguite con l’introduzione del meccanismo statutario.

Storicamente diffusa nel nostro ordinamento è anzitutto la finalità di *chiusura della compagine sociale*, allorquando il riscatto – generalmente a complemento di clausole di gradimento “vincolato” – sia collegato alla mancata sussistenza, in capo al socio, di particolari requisiti soggettivi fissati dallo statuto<sup>74</sup>, ovvero alla sua morte<sup>75</sup>.

---

<sup>72</sup> V. *supra*, par. 1.

<sup>73</sup> Sulle funzioni che può assolvere una clausola di riscatto, v., in generale, CALVOSA (nt. 1), 20 ss. e 231 ss.; PERRINO (nt. 1), 355 ss. e 370 ss.; STANGHELLINI (nt. 34), 79 s.; di recente, per cenni, PACIELLO, sub *art. 2437-sexies*, in *Società di capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d’Alcontres, vol. II, Napoli, 2004, 1145 ss.; DI BITONTO (nt. 33), 416; CIOCCA (nt. 33), 34.

<sup>74</sup> Come, a mero titolo esemplificativo, l’appartenenza a un medesimo gruppo familiare, o l’iscrizione in un certo albo professionale, ipotesi assai diffuse nell’ambito di s.p.a. ad assetto familiare o nelle società di diritto speciale ancorate a precise qualità professionali dei soci (quali le società di revisione oggi disciplinate dal d.lgs. n. 39/2010). In tali casi, generalmente, mentre la clausola di gradimento preclude l’ingresso di nuovi soci che non abbiano i requisiti prefissati, il riscatto può determinare l’uscita dei soci che perdano tali requisiti: v., sul punto, CALVOSA (nt. 1), 233. Per la funzione del riscatto in chiave di chiusura della società e della sua compagine cfr. anche PACIELLO (nt. 73), 1146 s.

Va osservato che la recentissima introduzione, dopo una lunga *querelle*, della disciplina delle “società tra professionisti” (art. 10 della L. 12 novembre 2011, n. 183) pare costituire terreno assai fertile per clausole di questo tipo. È infatti prevista la possibilità di costituire società di qualsiasi tipo per l’esercizio delle attività professionali, a condizione che il relativo atto costitutivo preveda, fra l’altro, “*le modalità di esclusione dalla società del socio che sia stato cancellato dal relativo albo con provvedimento definitivo*” [art. 10 cit., comma 4°, lett. d)]. Ove la scelta della forma organizzativa ricada sulla s.p.a., la clausola di riscatto appare pertanto lo strumento “naturale” per rispondere a tale requisito. Per l’utilizzo della *redemption* nelle *Professional Corporation* statunitensi v. WANG, *Up Is Hard to Do: Allocating Fees from the Unfinished Business of a Professional Corporation*, in 64 *U. Chi. L. Rev.*, 1997, 1367 ss.

<sup>75</sup> Sulla questione della legittimità della clausola di riscatto a favore dei soci superstiti delle azioni acquistate *iure successionis* dall’erede del socio defunto v. Cass., 16 aprile 1994, n. 3609, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1996, 164 ss, con nota di CALVOSA, e in *Giur. comm.*, II, 1996, con nota di NERI, la quale, a seguito di due pronunce di segno opposto dei giudici di merito, ha escluso una violazione dei patti successori, rilevando che l’assunzione dell’opzione di acquisto avviene *inter vivos* e la morte è solo il presupposto dell’esercizio del riscatto e non già la sua causa. Sul tema si veda, diffusamente, CALVOSA (nt. 1), 281 ss.

In casi particolari, tale finalità di chiusura si lega alla volontà di *evitare prese di controllo indirette* della società: ciò, specificamente, nel caso in cui il potere di riscatto sia azionabile allorquando si verifichi un mutamento del gruppo di comando delle società-socie<sup>76</sup>.

Ugualmente noto è l'utilizzo del riscatto in via *lato sensu sanzionatoria*, là dove il potere di riscatto abbia come presupposto la violazione di obblighi o limiti statutariamente previsti, o comunque il venir meno di un rapporto giuridico con il titolare delle partecipazioni ritenuto essenziale al fine della conservazione della qualità di socio. Si pensi, in tal senso, alla violazione del divieto di concorrenza imposto per statuto<sup>77</sup>; o, ancora, al superamento di limiti statuari al possesso azionario, dove il riscatto della partecipazione eccedente potrebbe costituire rimedio più idoneo rispetto a quello della sospensione dell'esercizio dei diritti sociali o dell'inefficacia dell'acquisto eccedente nei confronti della società<sup>78</sup>. Similmente, allo strumento statutario del riscatto si potrebbe ricorrere in caso di violazione della clausola di prelazione<sup>79</sup>, specie ove si ritenga che la sanzione legale in tal caso sia (solo) quella dell'inefficacia dell'atto di acquisto nei confronti della società, senza possibilità per i soci beneficiari del diritto di prelazione di riscattare le azioni dal terzo acquirente<sup>80</sup>. Ulteriore ipotesi comune di ricorso al potere di riscatto si ha in caso di azioni con prestazione accessorie (art. 2345 c.c.), là dove esso viene utilizzato quale strumento di reazione in caso di inadempimento, per qualsiasi motivo, delle prestazioni da parte del titolare<sup>81</sup>; o ancora in caso di azioni attribuite ai dipendenti *ex art. 2349 c.c.* o agli amministratori (nell'ambito di piani di *stock options*), ove s'intenda legare la presenza di tali soggetti nella compagine sociale al mantenimento del rapporto di lavoro subordinato o di amministrazione: sì che, una volta cessato tale rapporto, le azioni sarebbero riscattabili dalla società (o eventualmente dai soci)<sup>82</sup>.

---

<sup>76</sup> CALVOSA (nt. 1), 240, la quale ricorda un noto caso giudiziario francese (*App. Rouen* 8 febbraio 1974, in *Rev. Soc.*, 1974, 507 ss., con nota di RODIÈRE, per un commento del quale, in Italia, v. CASTELLANO, *Clausole di sgradimento*, in *Riv. soc.*, 1974, 832 s.), in cui la Corte aveva sancito la legittimità di una clausola che prevedeva la possibilità di riscattare le partecipazioni delle società-socie, nel caso in cui si verificasse una presa di controllo delle stesse da parte di soggetti (nella specie, una società concorrente) non aventi i requisiti necessari per ottenere il gradimento.

<sup>77</sup> Di recente cfr. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario. Unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in corso di pubblicazione in *Giur. comm.*, letta per cortesia dell'Autore, p. 14 del dattiloscritto.

<sup>78</sup> Vedi CALVOSA (nt. 1), 237.

<sup>79</sup> Cfr. DI BITONTO (nt. 33), 416. Vedi anche CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO (nt. 52), *Massima n. 99*.

<sup>80</sup> Per i termini del dibattito sul punto, si veda G.F. CAMPOBASSO (nt. 20), 242, nt 101, ove ampie citazioni di dottrina e giurisprudenza.

<sup>81</sup> Significativamente il dibattito in ordine alla possibilità di prevedere – prima della riforma – ipotesi statutarie di riscatto potestativo “non finalizzato” alla riduzione del capitale sociale ha preso il là proprio da una vicenda giudiziaria avente ad oggetto il riscatto di azioni con prestazioni accessorie da parte della società. Ci si riferisce in particolare al decreto del Tribunale di Milano del 17 aprile 1982, che aveva giudicato illegittima la clausola di riscatto, e alla successiva ordinanza di riforma emanata dalla Corte di Appello di Milano il 14 luglio 1982 (entrambe pubblicate in *Giur. Comm.*, II, 1983, 397 ss., con nota di PRESTI e in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1983, 400 ss. con nota di CARCANO). Sulle motivazioni invocate dal Tribunale a sostegno dell'illegittimità e sulle successive repliche della giurisprudenza e dottrina dominante si veda, in sintesi, il successivo par. 4.

<sup>82</sup> V. CALVOSA (nt. 1), 257 ss., 266 ss.

In tutti questi casi il riscatto assurge a strumento volto alla *personalizzazione* della società per azioni, dal momento che si attribuisce rilevanza, al fine del mantenimento della partecipazione sociale, a requisiti soggettivi, o comunque a vicende e rapporti che riguardano la persona dei soci<sup>83</sup>. In quest'ottica, lo strumento del riscatto si pone quindi come baluardo statutario a difesa dell'impronta personalistica che si è inteso attribuire alla società per azioni, realizzando un meccanismo difensivo funzionalmente accostabile a quello dell'esclusione del socio<sup>84</sup>. Incidentalmente, è possibile osservare che prevedendo – invece che un mero diritto potestativo in capo al soggetto riscattante – un riscatto automaticamente operante al verificarsi dei presupposti indicati, si configurerebbe una fattispecie accostabile a un'esclusione di diritto, prevista legislativamente in caso di società di persone (art. 2288 c.c.) e ammessa dalla dottrina quale opzione statutaria contemplabile, ai sensi dell'art. 2473-*bis* c.c., nella s.r.l.<sup>85</sup>.

Tuttavia, questa declinazione funzionale – seppur assai diffusa nella prassi – non pare l'unica perseguita (e perseguibile) per il tramite dell'introduzione di un meccanismo di riscatto potestativo.

In particolare, ove legato a presupposti *diversi* da situazioni in senso ampio riferite alla persona dei soci<sup>86</sup>, il riscatto si presenta come istituto strumentale alla tutela di ulteriori interessi (latamente sociali) che paiono di non minor rilievo.

In tale ottica, si può anzitutto segnalare il possibile utilizzo dello strumento nella dialettica maggioranza – minoranza. Si potrebbe infatti pensare, sulla scia di quanto previsto all'art. 111 t.u.f.<sup>87</sup>, che, al ricorrere di determinate circostanze, il socio di maggioranza (e allora quale diritto “di quota”) abbia il potere di riscattare le (altre)

---

<sup>83</sup> Vedi PERRINO (nt. 1), 358.

<sup>84</sup> Per questo accostamento v., in particolare, PERRINO (nt. 1), 328 ss.; dopo la riforma, ID., *La “rilevanza del socio” nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *Giur. comm.*, I, 2003, 834; CENTONZE (nt. 38), 52 ss. È noto che nel nostro ordinamento l'esclusione è contemplata: nelle società di persone, agli artt. 2286 ss. c.c.; nella società cooperativa, all'art. 2533 c.c.; nella s.p.a., nella particolare ipotesi di cui all'art. 2344 c.c.; nella s.r.l., all'art. 2466 c.c. e, a seguito della riforma, quale meccanismo statutariamente introducibile (art. 2473-*bis* c.c.). Sul piano strutturale si è tuttavia evidenziato che, mentre l'esclusione determina lo scioglimento parziale del vincolo sociale, comportando – necessariamente o eventualmente – una riduzione del capitale (salvo il caso di cui all'art. 2473-*bis* c.c., ove la riduzione è tassativamente esclusa), in caso di riscatto vi sarebbe semplicemente “il trasferimento della partecipazione sociale dal socio alla società (o comunque al soggetto riscattante)”: così CALVOSA (nt. 1), 47. Peraltro, al risultato pratico dell'estinzione della partecipazione (con riduzione del capitale sociale) si può pervenire pure in caso di riscatto, qualora soggetto riscattante sia la società e si preveda nella clausola l'annullamento delle azioni (v. oltre nel testo). Inoltre, può osservarsi che nell'ipotesi di cui all'art. 2473-*bis* c.c., in virtù del richiamo all'art. 2473, comma 4°, c.c. il rimborso dell'escluso può risolversi in un mero fenomeno traslativo (acquisto della quota da parte degli altri soci o di un terzo), senza estinzione della sua partecipazione.

<sup>85</sup> Vedi, da ultimo, ZANARONE (nt. 15), 868 e gli autori *ivi* citati alla nota 44.

<sup>86</sup> Sui presupposti del potere di riscatto statutario si avrà modo di tornare diffusamente *infra*, Cap. III, par. 2.

<sup>87</sup> Sulla *ratio*, invero discussa, del diritto riconosciuto all'offerente che raggiunga la soglia del novantacinque per cento a seguito di o.p.a. totalitaria vedi, per una sintetica rassegna, CARDINALE, sub art. 111 t.u.f., in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani e Stella Richter, Artt. 2484-2641 c.c., T.U.F., Normativa complementare, Torino, 2010, 3127 s.

azioni in circolazione. Potrebbero allora prevedersi forme statutarie di *squeeze out* della minoranza, onde soddisfare i più svariati interessi<sup>88</sup>.

Ancora, il riscatto potrebbe essere utilizzato quale “salvavita” in situazioni di paralisi dell’organo assembleare (in particolare là dove la s.p.a. “chiusa” sia controllata da soggetti titolari di partecipazioni uguali)<sup>89</sup>.

Pure, è possibile un utilizzo del riscatto potestativo da parte delle società per rispondere alle medesime esigenze che possono giustificare un acquisto di azioni proprie<sup>90</sup>, quali ad esempio – con riferimento alle società quotate – la reazione a un’offerta di pubblico acquisto ostile<sup>91</sup> o la regolarizzazione di corsi di borsa fortemente “ondivaghi”, con il vantaggio operativo di poter prescindere dal consenso dei titolari alla cessione delle partecipazioni<sup>92</sup>.

---

<sup>88</sup> Ad esempio, si potrebbe stabilire che al raggiungimento di un’elevata soglia di partecipazione al capitale sociale (pari o superiore al novanta per cento), il socio abbia il potere di riscattare le (altre) azioni, onde conseguire una posizione “sovrana” nella gestione dell’impresa sociale. Si prefigurerebbe in tal modo uno strumento atto a neutralizzare l’eventuale utilizzo “ricattatorio” da parte dei soci di minoranza dei diritti loro riconosciuti dalla legge (ad esempio, sistematica impugnativa delle delibere sociali, eventualmente agendo di concerto, onde raggiungere la soglia prevista dall’art. 2377 c.c.), a beneficio del regolare svolgimento dell’attività sociale. Vedi, sul punto, ma con qualche fraintendimento, SALAFIA, *Squeeze out statuario*, in *Società*, 2007, 1450 ss.

Per l’utilizzo nel diritto americano delle *callable redeemable shares* quale strumento di *freeze out* delle minoranze vedi COATES, “*Fair Value*” as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions, in 147 *U. Pa. L. Rev.*, 1999, 1289 ss., il quale sottolinea che, esercitando il riscatto alle condizioni (eventualmente più penalizzanti) previste nell’atto costitutivo, si precluderebbe alla minoranza di ottenere, esercitando il diritto di *appraisal*, una determinazione alla “*fair value*” delle proprie azioni.

<sup>89</sup> Un cenno in CIOCCA (nt. 33), 34.

Per fare un esempio, è ipotizzabile che, in una s.p.a. familiare controllata da due soci in pari percentuali, venga attribuita ad uno di essi (eventualmente quello meno interessato alla dimensione imprenditoriale della partecipazione) una categoria di azioni caratterizzate dalla possibilità di essere riscattate dal titolare delle altre (allora azioni “riscattanti”) in caso di paralisi funzionale dell’assemblea, derivante dall’impossibilità di raggiungere una maggioranza. Anche in caso di gestione in piena sintonia dei due capostipiti, ove il passaggio generazionale delle due distinte categorie azionarie ai diversi rami della famiglia comporti che i membri delle stesse si trovino in disaccordo sulle scelte gestorie, tale strutturazione permetterebbe di evitare la liquidazione della società. Circa la variabile possibilità di modellare il riscatto, riferendolo a tutte o solo una parte delle azioni, tanto con riferimento alle posizioni passive, quanto a quelle attive interessate, v. *infra*, Cap. II, par. 2 e 3.

Sul tema della *redemption* quale strumento di sopravvivenza della società in caso di c.d. *deadlock* v., nel diritto statunitense, NOTE (nt. 61), *Redemption at the Option of the Shareholders in the Close Corporation*, 1004.

<sup>90</sup> Per una sintesi efficace, in una letteratura pressoché sconfinata, v. FERRAN (nt. 25), 203 ss.

<sup>91</sup> Cfr. CIOCCA (nt. 33), 34.

<sup>92</sup> In tale ottica si potrebbe pensare alla creazione di una categoria di azioni riscattabili dalla società al verificarsi, rispettivamente, del lancio di un’offerta di pubblico acquisto o di un forte squilibrio nel prezzo di borsa delle azioni della società. Nel primo caso il riscatto si porrebbe come tecnica difensiva soggetta alla *passivity rule* di cui all’art. 104 t.u.f. di guisa che, anche a voler aderire all’opinione secondo cui l’autorizzazione assembleare ex art. 2357 c.c. non sia in generale necessaria in caso di riscatto potestativo da parte della società (v. *infra*, Cap. III, par. 4), la stessa sarebbe comunque necessaria in tale ipotesi, ai sensi del primo comma della citata disposizione. Il problema interpretativo si potrebbe tuttavia riproporre qualora la statuto sociale, sfruttando la possibilità di c.d. *opt-out* offerta dall’ultimo comma dell’art. 104 t.u.f., prevedesse l’espressa rinuncia all’applicazione del modello legale di passività (e quindi alla necessità dell’autorizzazione per le operazioni di contrasto all’offerta). Per ulteriori esempi di utilizzo della clausola di riscatto in funzione antisalata,

Infine, in ottica marcatamente finanziaria, il riscatto potrebbe rivelarsi flessibile strumento di adattamento della struttura finanziaria della società: in particolare, prevedendo la facoltà di riscatto di una categoria di azioni patrimonialmente privilegiate (generalmente a seguito del decorso di un certo lasso temporale dalla loro emissione), la società potrebbe ritirare una “pretesa sugli utili”<sup>93</sup> in situazioni in cui appaia economicamente più conveniente sostenere *una tantum* l’acquisto coattivo dello *stock* azionario, piuttosto che continuare a sopportare il peso della sua partecipazione ai dividendi. Facendo seguire al ritiro delle azioni il loro annullamento, la società avrebbe poi la possibilità di finanziarsi emettendo strumenti di partecipazione (a titolo di rischio, di debito ovvero “ibridi”) a condizioni più vantaggiose di quelle riconosciute ai titolari delle azioni riscattate<sup>94</sup>.

In via incidentale, va sottolineato che nei casi di cui si è discusso – ove soggetto legittimato al riscatto sia la società – resta facoltà dell’autonomia statutaria stabilire a priori se far seguire al riscatto l’eliminazione delle partecipazioni. E qualora la scelta statutaria cada in questo senso (riscatto “finalizzato”), la riduzione del capitale sociale che si renderebbe necessaria troverebbe a ben vedere giustificazione nel perseguimento di una delle funzioni sopra evidenziate. Per esemplificare, si pensi alla clausola statutaria di riscatto che, da un lato, attribuisca alla società il potere di riscattare le azioni quando il socio perda determinati requisiti soggettivi e, dall’altro, ne disponga l’annullamento mediante riduzione del capitale sociale: effettivo motivo della riduzione è in tal caso il perseguimento della finalità di chiusura della compagine sociale cui è rivolta la clausola<sup>95</sup>.

---

come la stessa drastica possibilità di riscattare le azioni già racimolate dal socio al momento della comunicazione dell’intenzione di promuovere un’o.p.a., vedi GATTI, *Le azioni con voto subordinato all’effettuazione di un’opera e l’“autorizzazione di conferma”*, in *Giur. comm.*, I, 2004, 512; TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 995.

<sup>93</sup> V. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 174; CIOCCA (nt. 33), 34; SFAMENI (nt. 52), 162.

<sup>94</sup> In chiave storico-comparatistica, va rilevato che tale funzione pare essere quella che ha determinato in origine l’emissione delle azioni riscattabili negli ordinamenti che per primi ne hanno conosciuto la diffusione: per quanto concerne l’ordinamento statunitense, riguardo al riscatto delle *redeemable preferred shares*, cfr. DODD (nt. 61) 724; JONES (nt. 61), 83 ss.; di recente v. COX-HAZEN, *On corporations*, vol. II, 2nd ed., New York, 2003, 1153 ss.; GEVURTZ, *Corporation Law*, 2nd ed., St. Paul, 2010, 122. Per la Gran Bretagna, ove, in un primo momento, era consentita la sola emissione di *preference shares* riscattabili (*section 18 CA 1928*) vedi FERRAN (nt.25), 204 e 208.

Considerando il punto di vista dell’investitore, lo sprone alla sottoscrizione di azioni così strutturate potrebbe passare, oltre che dalla posizione privilegiata nel riparto degli utili, dalla previsione di meccanismi incentivanti di fissazione del prezzo di riscatto, che fungerebbero da contraltare alla posizione di *patis* incorporata nelle stesse: vedi, ad esempio, COX-HAZEN (nt. 36), 598.

<sup>95</sup> La clausola potrebbe prevedere che la riduzione del capitale sociale ai fini dell’annullamento *segua* cronologicamente il riscatto delle azioni (configurandosi come riscatto “finalizzato antecedente”: v. CENTONZE (nt. 38), 80, nt. 100) ovvero che, al verificarsi della condizione prevista (perdita del prescritto requisito soggettivo da parte di un socio), debba essere convocata l’assemblea straordinaria perché deliberi la riduzione di capitale sociale al fine di riscattare e annullare (in esecuzione della delibera) le azioni del socio: ci si troverebbe in tale secondo caso di fronte ad una forma di riscatto “successivo” in cui vengono statutariamente individuate le azioni da riscattare (per tale configurazione v. PERRINO (nt. 1), 342; e, se non s’ intende male, PORTALE (nt. 35), 766). In entrambi i casi, come osservato nel testo (e v. PERRINO (nt. 1), 343), la delibera di riduzione sarebbe comunque motivata dall’opportunità di estromettere il socio. Per la sottolineatura di talune differenze fra le due configurazioni alternative v. peraltro il successivo paragrafo 4. Si noti che, sotto il profilo in

Come si è avuto modo di osservare in dottrina<sup>96</sup>, a favore della scelta di seguire l'opzione del riscatto "finalizzato" potrebbe essere invocata la considerazione che – a differenza di quanto si verifica nelle ipotesi di riscatto "non finalizzato" – il successo dell'operazione e il conseguente raggiungimento delle finalità perseguite per il tramite della clausola non sarebbero in tal caso subordinati all'osservanza dei limiti patrimoniali posti dall'art. 2357 c.c., attingendosi (ai sensi dell'art. 2357-bis c.c.) al capitale sociale onde provvedere al pagamento del prezzo delle azioni<sup>97</sup>.

A prescindere da tale considerazione, può d'altra parte osservarsi che, secondo i casi, la scelta di mantenere le azioni riscattate nel portafoglio delle società, senza dover incidere sul capitale tramite riduzioni ed eventuali successivi aumenti, potrebbe rivelarsi assai opportuna: ciò, ad esempio, in caso di azioni con prestazioni accessorie, ove, a seguito dell'inadempimento della prestazione prescritta, la società avrebbe la possibilità di attribuire le stesse a soggetti in grado di eseguire la medesima prestazione; allo stesso modo, in ipotesi di riscatto giustificato dalla perdita di requisiti soggettivi, la società potrebbe voler riservarsi la possibilità di far subentrare nella compagine sociale nuovi soggetti in possesso delle caratteristiche richieste<sup>98</sup>.

Tali ultimi rilievi paiono fornire ulteriore conferma della grande versatilità dell'istituto.

B) La varietà funzionale del riscatto emerge con ancor più evidenza non appena ci si volga a considerare le finalità che possono essere perseguite in virtù di un meccanismo di riscatto *obbligatorio*.

La prospettiva diventa in qualche misura speculare rispetto a quella finora assunta analizzando le ipotesi di riscatto potestativo. E, in effetti, prevedendo in capo al titolare il diritto a ottenere l'acquisto delle proprie azioni, il riscatto assume la funzione di *strumento atto a favorire le opportunità di disinvestimento del socio*; se, dunque, nelle forme di più comune utilizzo del meccanismo del potere di riscatto si è potuta sottolineare una parentela funzionale con il fenomeno dell'esclusione, in tale variante il riscatto si presenta quale fattispecie avvicinata al recesso<sup>99</sup>.

---

discorso, diverse considerazioni potrebbero farsi in relazione alla clausola (pure in astratto ipotizzabile) che si limiti a predeterminare una categoria di azioni *generalmente* riscattabili in esecuzione di una qualsiasi delibera di riduzione volontaria del capitale sociale: in tal caso, infatti, il riscatto potrebbe essere motivato da (una delle varie) finalità perseguibili per il tramite della deliberata riduzione, e non viceversa.

<sup>96</sup> PERRINO (nt. 1), 385; CENTONZE (nt. 38), 81, nt. 102.

<sup>97</sup> Ciò senz'altro in caso di clausola che preveda il riscatto in esecuzione (e quindi successivamente) alla delibera; con qualche dubbio in più ove il riscatto sia configurato dalla clausola come cronologicamente antecedente la delibera di riduzione: sul punto si veda *infra*, par. 4. Resta ovviamente ferma, a tal fine, la possibilità di opporsi alla riduzione del capitale riconosciuta ai creditori sociali dall'art. 2445 c.c.

<sup>98</sup> In altri casi, viceversa, è la logica stessa della finalità perseguita per il tramite del riscatto a suggerire la previsione dell'annullamento delle azioni riscattate: si pensi all'ipotesi, poco sopra descritta, del ritiro delle azioni privilegiate in chiave di ristrutturazione finanziaria.

<sup>99</sup> Prima della riforma, in tal senso, GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, 131 ss; PRESTI (nt. 34), 411; CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1983, 516; dopo la riforma v. GALLETTI, sub art. 2437-sexies, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. 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.; DI BITONTO (nt.

E – allo stesso modo del recesso – in tal veste il riscatto pare in grado di accentuare la propensione all’investimento a titolo di capitale di rischio, garantendo – in particolare nelle società che non hanno un mercato su cui disinvestire<sup>100</sup> – la possibilità di ottenere un rimborso dell’apporto effettuato al momento della sottoscrizione (o, in caso di acquisto di azioni già emesse, del prezzo pagato per entrare in società).

La funzione di mezzo di *exit* da strutture societarie capitalistiche “chiuso”, in quanto tali in grado di determinare l’“imprigionamento” del socio, emerge in maniera nitida nella fattispecie tipizzata dal legislatore della riforma all’art. 2355-*bis* c.c., là dove – come già accennato – l’obbligo di acquisto statutario “a carico della società o degli altri soci” è previsto (proprio in alternativa al recesso) per consentire una via d’uscita al socio che, trovato un’acquirente della propria partecipazione, non ottenga il relativo gradimento dal soggetto deputato ad esprimere il *placet* discrezionale.

Ulteriormente chiara appare la possibilità di utilizzo di questa tecnica di *exit* quale strumento di tutela delle minoranze, specie nei confronti di decisioni sociali assunte dalla maggioranza (sulla scia di quanto previsto dalla stessa legge in caso di scissione non proporzionale: art. 2506-*bis*, comma 4°, c.c.)<sup>101</sup>; o, più in generale, quale mezzo offerto ai soci per reagire a situazioni potenzialmente lesive degli interessi degli stessi, quali l’accadimento di fatti di natura economica tali da incidere sulle condizioni di rischio dell’investimento<sup>102</sup>.

Probabilmente, tuttavia, la funzione più rilevante del riscatto in questa configurazione è quella più marcatamente finanziaria. Come messo in luce dalla

---

33), 421; SFAMENI (nt. 52) 145 s.; STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009, 276. CIOCCA (nt. 33) 35; nel diritto spagnolo, con riferimento all’art. 500, comma 1°, *L.S.C.*, il quale ammette l’emissione di azioni riscattabili nelle società quotate “*a solitud de la sociedad emisoria, de los titulares de estas acciones o de ambos*”, v. DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid, 2002, 263; nel diritto statunitense NOTE (nt. 61) *Redemption at the Option of the Shareholders in the Close Corporation*, 992 s.

Al di là dell’accostamento funzionale, restano peraltro le differenze strutturali fra le due fattispecie: evidenti nel caso in cui i riscattanti siano gli altri soci; più sfumate, e da valutare con attenzione, nel caso in cui soggetto chiamato al riscatto sia la società. Su quest’ultimo punto si avrà modo di tornare diffusamente nel prosieguo della trattazione.

<sup>100</sup> Sulla funzione di disinvestimento (e quindi di incentivo all’investimento) nelle società chiuse inglesi delle *redeemable shares* (fra l’altro alla base delle possibilità, introdotta con il *Companies Act* 1981, di attribuire il requisito delle riscattabilità non solo alle *preference* ma anche alle *ordinary shares*) v. FERRAN (nt. 25), 156.

<sup>101</sup> Sull’utilizzo del diritto al riscatto da parte dei soci di minoranza, quale forma di tutela da pratiche abusive da parte della maggioranza nelle *close corporation* statunitensi v. NOTE (nt. 61), *Redemption at the Option of the Shareholders in the Close Corporation*, 1003 ss.

<sup>102</sup> Come, ad esempio, la rottura di una determinata alleanza commerciale o l’ingresso della società in nuovi mercati: per altre esemplificazioni, con riferimento al recesso statutario, v. DE NOVA (nt. 99), 333.

La scelta di utilizzare il riscatto in luogo del recesso in queste ipotesi statutarie potrebbe trovare la sua giustificazione nella volontà delle parti di convogliare l’uscita del socio unicamente per il tramite di un atto traslativo con gli (altri) soci o con la società, escludendo di conseguenza “in partenza” la possibilità che dall’esercizio del diritto di *exit* possa derivare lo scioglimento del vincolo sociale nei confronti del socio (riduzione del capitale ai sensi dell’art. 2437-*quater*, comma 5°, c.c.) o addirittura la dissoluzione della stessa società (scioglimento nei casi di cui all’art. 2437-*quater*, commi 6° e 7°, c.c.). Per approfondimenti si veda *infra*, Cap. II, par. 4.

dottrina, in particolare, prevedendo a una data scadenza, ovvero in relazione a determinati indici riguardanti la situazione patrimoniale e finanziaria della società<sup>103</sup>, un diritto al riscatto (ovvero anche un riscatto automatico) con riferimento ai titolari di una determinata categoria di azioni, è possibile creare delle partecipazioni *ad tempus* o condizionate a particolari eventi, quale tecnica di finanziamento della società per azioni, che consente un recupero “coartato” dell’investimento originalmente sostenuto dal socio<sup>104</sup>.

Tale “colorazione” emerge in maniera ancora più incisiva là dove, come sovente accade, sia previsto per il riscatto un prezzo fisso<sup>105</sup> (e non un rimborso al valore “reale”), rendendosi tuttavia necessario in tal caso valutare attentamente la conformità di una tale previsione con principi inderogabili in materia societaria<sup>106</sup>.

#### 4) *L’evoluzione legislativa in tema di riscatto: il quadro normativo dopo la riforma.*

Come già detto, prima della riforma delle società di capitali del 2003, l’unica figura di riscatto contemplata espressamente nel nostro ordinamento era quella del riscatto potestativo finalizzato alla riduzione del capitale sociale “per esuberanza” (artt. 2357-*bis*, comma 1°, n. 1 e 2445 c.c.).

Nel silenzio della legge, era dunque compito degli interpreti esprimersi in ordine alla ammissibilità della fattispecie, là dove si presentasse nella prassi in varianti ulteriori rispetto a quella codificata.

Quanto alla figura del riscatto potestativo “non finalizzato” alla riduzione del capitale, in particolare, nonostante un risalente precedente di segno contrario nella

---

<sup>103</sup> Quali, ad esempio, il mancato raggiungimento di certi risultati in termini di utili o di patrimonializzazione per (o entro) un determinato numero di esercizi. Per un’analisi sui presupposti del riscatto obbligatorio v. *infra*, Cap. IV, par. 2.

<sup>104</sup> Prima della riforma, con riferimento alle azioni riscattabili a data fissa v., in vario senso, PRESTI (nt. 34), 407; CALVOSA (nt. 1), 242 ss., sottolineandone la natura di “obbligazioni convertibili all’inverso”; PATRIARCA (nt. 38), 97 ss.; dopo la riforma, CALVOSA (nt. 6), 196 ss.; PATRIARCA, *C’è un futuro per le prestazioni accessorie?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2004, 338; PACIELLO (nt. 73), 1147. Sulle azioni *ad tempus* in altri ordinamenti vedi la precedente nota 61. In relazione all’ordinamento britannico, che costituisce uno dei terreni d’elezione della particolare figura, si veda FERRAN (nt. 25), 156 il quale ne evidenzia la differente utilità a seconda delle dimensioni della società emittente.

<sup>105</sup> Prezzo pari, o più comunemente, superiore al valore di sottoscrizione (ad esempio, aggiungendo a quest’ultimo un premio parametrato al costo del finanziamento su base annua e diminuito dei dividendi percepiti: v. CALVOSA (nt. 6), 200).

<sup>106</sup> In particolare, nel caso in cui sia chiamata al riscatto la società, occorrerà considerare con attenzione se la previsione del riscatto obbligatorio o automatico a prezzo fisso (che presuppone l’accoglimento della soluzione interpretativa volta a consentire uno scostamento dai criteri legali stabiliti dall’art. 2437-*ter* c.c.) non finisca per trasformare il titolare di uno strumento incorporante il diritto al riscatto (o che sia soggetto al riscatto automatico) in un creditore, in contrasto con il principio in base al quale l’azionista è chiamato ad apportare capitale di rischio, sì che il suo eventuale rimborso (ancorché anticipato) dipende dall’andamento economico dell’attività d’impresa ed è in linea di principio effettuato senza creare nocumento ai creditori. Tanto quando il riscatto gravi sulla società, quanto quando sia posto in capo ai soci, resterà inoltre da valutare la compatibilità della determinazione del prezzo fisso con il divieto di patto leonino di cui all’art. 2265 c.c. Sul punto v. diffusamente *infra*, Cap. IV, par. 5.

giurisprudenza di merito<sup>107</sup>, si era largamente consolidata l'opinione affermativa<sup>108</sup>. Non condivisibili erano sembrati, infatti, gli argomenti invocati a sostegno dell'isolata opinione avversa: anzitutto, non quello della pretesa eccezionalità dell'art. 2357-*bis* c.c., che avrebbe escluso l'ammissibilità del riscatto in fattispecie diverse da quella espressamente contemplata dalla norma. In senso contrario si osservava che la fonte legittimante la compatibilità con la struttura azionaria del riscatto non finalizzato alla riduzione, pur in assenza di una norma *ad hoc*, si sarebbe comunque potuta ravvisare nella previsione dell'art. 2357 c.c. in tema di acquisto di azioni proprie<sup>109</sup>. In secondo luogo, e soprattutto, non persuadeva l'argomento secondo cui il riscatto non finalizzato avrebbe potuto determinare un'ipotesi di esclusione del socio ulteriore a quella (considerata tassativa) prevista dall'art. 2344 c.c. in caso di mancato pagamento delle quote<sup>110</sup>. Al di là delle differenze strutturali tra le due fattispecie<sup>111</sup>, si era infatti sottolineato – in senso contrario – che anche in altre ipotesi l'ordinamento consentiva nella s.p.a. di imporre al socio la fuoriuscita dalla società<sup>112</sup>. E del resto, neppure sembrava decisivo invocare – per corroborare l'opinione restrittiva – la tutela del diritto individuale alla conservazione dello *status* di socio, dal momento che lo stesso poteva ritenersi disponibile<sup>113</sup>.

Qualche perplessità in più si registrava, invece, riguardo all'ipotesi in cui per statuto si volessero predeterminare le azioni da riscattare e annullare al verificarsi di particolari situazioni (in senso ampio riferite) alla persona dei soci o anche da questi indipendenti, ma comunque diverse dall'“esuberanza del capitale sociale rispetto al

---

<sup>107</sup> V. Trib. Milano 17 aprile 1982 (decr.), cit. alla nt. 81, che aveva ritenuto illegittima – sulla base degli argomenti esposti nel testo – una clausola statutaria che attribuiva alla società il potere di riscattare azioni con prestazioni accessorie al verificarsi di una qualsiasi causa di interruzione nell'adempimento delle stesse da parte del titolare.

<sup>108</sup> In dottrina, fra altri, CALVOSA (nt. 1), 41 ss.; PERRINO (nt.1), 330 ss.; PORTALE (nt. 35), 767 ss.; PESTI (nt. 34), 398 ss.; CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca, borsa, tit., cred.*, II, 1983, 512 ss.; PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1994, 368 ss. In giurisprudenza, App. Milano 14 luglio 1982 (ord.), cit. alla nt. 77; Trib. Genova 3 gennaio 1986 (decr.), in *Società*, 1986, 411; Trib. Milano 14 luglio 1988 (decr.), in *Società*, 1989, 32 ss. e in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1991, II, 106 ss., con nota di CALVOSA.

<sup>109</sup> CALVOSA (nt. 1), 46; PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 2\*, Torino, 1990, 301 ss., a 465. Significativamente, non avevano ritenuto di inserire una disposizione *ad hoc* in tema di riscatto “non finalizzato” i redattori di una proposta di attuazione nel nostro ordinamento della seconda Direttiva comunitaria, sulla base della considerazione che la fattispecie prevista dall'art. 39 II Direttiva fosse già riconducibile alla norma in tema di acquisto di azioni proprie (l'allora art. 2357, comma 1°, c.c.): v. COLOMBO-LIGUORINO, *Note al Progetto di attuazione della seconda direttiva CEE*, in *Riv. soc.*, 1978, 1705 s.

<sup>110</sup> Argomento – quest'ultimo – astrattamente invocabile anche quando il potere di riscattare fosse attribuito a soggetti diversi dalla società.

<sup>111</sup> V. *supra*, par. 3, nt. 84.

<sup>112</sup> In tal senso si ricordava anzitutto la possibilità, ammessa dalla dottrina maggioritaria, di prevedere l'esclusione come sanzione per l'inadempimento della prestazione accessoria ex art. 2345 c.c., nonché l'ipotesi di esclusione di cui all'art. 2610, comma 2°, c.c. applicabile anche alle società per azioni con scopo consortile: cfr. PORTALE (nt. 35), 770 s.; PRESTI (nt. 34), 402 s.. In secondo luogo si sottolineava che al sacrificio della qualità di socio si poteva pervenire in virtù di altri fenomeni societari, quali – ad esempio – la riduzione del capitale sociale, il raggruppamento di azioni, la fusione e la riduzione a zero del capitale con conseguente sua reintegrazione: v. CALVOSA (nt. 1), 49; similmente, PORTALE (nt. 35), 768.

<sup>113</sup> PRESTI (nt. 34), 401.

perseguimento dell'oggetto sociale»<sup>114</sup>. Prima della novella del 2003 era quest'ultimo, infatti, il solo presupposto espressamente contemplato dal legislatore per giustificare una riduzione reale del capitale sociale (v. art. 2445 c.c., nella versione pre-riforma). Facendo leva su questo dato testuale, parte della dottrina<sup>115</sup> aveva pertanto ritenuto non introducibili nello statuto clausole di riscatto "finalizzato" così congegnate, dal momento che la prevista riduzione del capitale (successiva o antecedente) all'acquisto coattivo avrebbe finito in tal caso per essere giustificata dal perseguimento di finalità differenti dall'adeguamento del livello di capitalizzazione per lo svolgimento dell'attività sociale<sup>116</sup>, in contrasto con quanto prescritto dalla norma<sup>117</sup>.

Allo stesso modo, non vi era unità di vedute in dottrina sulla possibilità di inserire in statuto meccanismi di riscatto obbligatorio, in particolare quando a essere chiamata al riscatto fosse la società. Alcuni autori osservavano, infatti, che il principio di tassatività delle ipotesi legali di recesso previste dall'art. 2437 c.c., nella versione pre-riforma, avrebbe precluso la possibilità di ampliare per via statutaria i diritti di *exit* a disposizione dei soci, destinati ad incidere sul patrimonio della società<sup>118</sup>. Peraltro, considerando che la *ratio* del citato principio di tassatività veniva comunemente ricondotta all'esigenza di tutela del capitale sociale, nell'interesse dei terzi e della stessa funzionalità economica della società<sup>119</sup>, poteva ritenersi che il riscatto obbligatorio – che come ogni acquisto di azioni proprie comporta il rispetto delle cautele patrimoniali previste dall'art. 2357 a tutela (proprio) dell'integrità del capitale sociale – non si ponesse in frizione con la norma imperativa di cui all'art. 2437 c.c.<sup>120</sup>.

---

<sup>114</sup> Per un'esemplificazione vedi *supra*, par. 3, testo e nota 91.

<sup>115</sup> FRÈ-SBISA (nt. 43), 404; implicitamente, CALVOSA (nt. 1), 48.

<sup>116</sup> E cioè da una delle varie finalità perseguibili per il tramite dell'introduzione di una clausola di riscatto facoltativo: v. *supra*, par. 3, *sub A*).

<sup>117</sup> Riteneva invece ammissibili tali clausole PERRINO (nt.1), 343 ss., fondandosi sulle ricostruzioni riduttive del presupposto dell'"esuberanza" proposte da parte della dottrina. Nel senso dell'ammissibilità, ma senza prendere posizione sul punto, anche PORTALE (nt. 35), 766; e v. pure NOBILI-SPOLIDORO (nt. 20), 416.

<sup>118</sup> In tal senso PRESTI (nt. 34), 411; CARCANO (nt. 108), 516; GALLETTI (nt. 99), *Il recesso nelle società di capitali*, 281 ss., il quale riteneva pure inammissibili (142 s.) clausole statutarie prevedenti un obbligo di acquisto in capo a soci diversi dal titolare delle azioni, sulla scorta del principio che vieta, in materia di società di capitali, di imporre ai soci carichi ulteriori rispetto ai conferimenti effettuati.

<sup>119</sup> Sul punto vedi, fra altri, GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 6\*, Torino, 1993, 142 ss. In merito, pare opportuno ricordare che – prima della riforma – conseguenza naturale dell'obbligo di rimborso delle azioni del socio receduto era la riduzione del capitale sociale, avendo al più la società una mera facoltà di procedere al rimborso acquistando le azioni nel rispetto dei limiti di cui all'art. 2357 c.c. La riduzione del capitale in caso di recesso era accostata – sia pur non senza contrasti – ad una riduzione per perdite, con esclusione quindi della possibilità per i creditori di proporre opposizione ex art. 2445 c.c. Di qui la diffusa conclusione nel senso dell'impossibilità di prevedere ulteriori ipotesi di recesso rispetto a quelle legali, allargandosi altrimenti il novero delle ipotesi di riduzione realizzabili al di fuori dei meccanismi di tutela previsti per i creditori. Per compiuti riferimenti dottrinali e giurisprudenziali, anche sulle opinioni di segno contrario, v. GALLETTI (nt. 99), 259 ss.

<sup>120</sup> Prima della riforma era favorevole alla possibilità di modellare ipotesi statutarie di riscatto obbligatorio, CALVOSA (nt. 1), 228 e *passim*; in senso conforme, STANGHELLINI (nt. 34), 79. Con particolare riferimento alle azioni automaticamente riscattabili a scadenza fissa che – sebbene non

In seguito alla riforma delle società di capitali del 2003, gran parte dei dubbi interpretativi sorti nel vigore dello scarno quadro normativo precedente possono dirsi superati.

Come già anticipato, con l'introduzione dell'art. 2437-*sexies* nel corpo del codice civile, la (già pacificamente ammessa) figura del riscatto potestativo “non finalizzato” alla riduzione del capitale sociale trova ora espressa emersione legislativa. La norma disciplina infatti – sia pur per il tramite di una non sempre nitida tecnica di rinvio ad altre disposizioni di legge – le “azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un *potere di riscatto* da parte della *società* o dei *soci*”. Come si può notare, estranea all'ambito di tipizzazione legislativa è rimasta la sola ipotesi – pure ritenuta ammissibile in precedenza da parte della dottrina<sup>121</sup> – in cui il potere di riscattare le azioni sia riconosciuto in capo a *terzi* (determinati o determinabili) estranei alla compagine sociale. Sicché, occorre sciogliere in via interpretativa la questione dell'ammissibilità statutaria di questa particolare sub-figura dopo la riforma<sup>122</sup>.

Nessun dubbio può, inoltre, essere più sollevato in ordine alla *generale* ammissibilità di clausole statutarie volte alla predeterminazione della azioni che possono essere riscattate dalla società ed annullate in sede di riduzione del capitale sociale.

Ciò, anzitutto, perché a seguito della riforma la possibilità di procedere alla riduzione reale del capitale sociale è stata espressamente sganciata dal presupposto dell'“esuberanza”<sup>123</sup>. Di tal che non pare dubitabile che fra le ragioni che possono essere invocate oggi a giustificazione della riduzione<sup>124</sup> ben vi può essere quella del riscatto e annullamento di azioni (o anche del solo annullamento di quest'ultime, ove il ritiro forzoso preceda la delibera), al verificarsi delle circostanze variamente identificate dalla clausola e per l'assolvimento di una delle funzioni che si sono dette in precedenza riconducibili all'introduzione in statuto di un meccanismo di riscatto potestativo<sup>125</sup>.

In secondo luogo, non deve sfuggire che fra le disposizioni richiamate dall'art. 2437-*sexies* c.c. – oltre a quelle degli articoli 2437-*ter* e 2437-*quater* c.c., “in quanto compatibili”, e dell'art. 2357 c.c. – figura pure l'art. 2357-*bis* c.c. Ora, muovendo dal presupposto che, in generale, la possibilità di ricorrere al riscatto come modalità attuativa di una delibera di riduzione del capitale destinata ad incidere proporzionalmente su tutti gli azionisti deriva direttamente dalla legge (e cioè proprio dall'art. 2357-*bis* c.c.), non essendo pertanto all'uopo necessaria una preventiva

---

pienamente equiparabili a quelle incorporanti un diritto al riscatto, dal momento che in tal caso l'acquisto non dipende dall'esercizio di un diritto potestativo riconosciuto al titolare –, se riguardate dal punto di vista delle società, pure determinano un acquisto subito passivamente dalla stessa cfr. PATRIARCA (nt. 38), 83 ss.

<sup>121</sup> CALVOSA (nt. 1), 270 ss.

<sup>122</sup> V. *infra*, Cap. II, par. 5.

<sup>123</sup> Sul punto, fra gli altri, SPOLIDORO, *La riduzione del capitale*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutarî*, Milano, 2003, 290 ss., il quale precisa che la decisione deve comunque essere sorretta dal soddisfacimento di un interesse sociale.

<sup>124</sup> Ragioni che, ai sensi del novellato art. 2445 c.c., debbono essere indicate nell'avviso di convocazione dell'assemblea straordinaria.

<sup>125</sup> Cfr., con riferimento al riscatto “finalizzato antecedente”, CENTONZE (nt. 38), 80, nt. 100.

clausola autorizzativa *ad hoc* nello statuto<sup>126</sup>, il significato del rinvio in questione si coglie ove riferito:

i) alle clausole statutarie atte a pre-individuare una categoria di azioni di cui, in caso di futura riduzione reale del capitale sociale (e quale che ne sia la giustificazione), potrà essere deliberato il riscatto e l'annullamento, al fine di darle esecuzione;

ii) ai congegni statuari che – con riferimento a tutte le azioni o anche solo a una categoria di azioni – richiedano, al verificarsi di situazioni soggettive riferite ai titolari delle stesse o di circostanze oggettive comunque diverse dalla mera decisione di ridurre il capitale, la convocazione dell'assemblea straordinaria, affinché stabilisca se procedere al riscatto e annullamento delle azioni interessate, deliberando la relativa riduzione;

iii) accogliendo una lettura estensiva dell'art. 2357-*bis*, già proposta in dottrina prima della riforma<sup>127</sup>, alle clausole statutarie che, in presenza di uno dei presupposti sub ii), riconoscano alla società il potere di riscattare certe azioni, disponendone l'annullamento per via di una *successiva* delibera di riduzione di capitale.

In tutte queste ipotesi, quindi, la finalizzazione statutaria del riscatto all'annullamento delle azioni determina *ex lege* sottrazione dell'acquisto delle azioni proprie alla disciplina ordinaria posta dall'art. 2357 c.c. Con la precisazione, tuttavia, che nel caso sub iii), dal momento che il riscatto precede la delibera di riduzione, viene meno la *ratio* che giustifica la deroga all'autorizzazione assembleare prevista dall'art. 2357-*bis* c.c. per il caso di riscatto “finalizzato susseguente”<sup>128</sup>. Sicché, se richiesta per il riscatto esercitato dalla società<sup>129</sup>, si dovrà in tal caso ottenere la preliminare autorizzazione all'acquisto da parte dell'assemblea ordinaria e la successiva delibera di riduzione da parte dell'assemblea straordinaria<sup>130</sup>.

---

<sup>126</sup> V. *retro*, par. 2.

<sup>127</sup> Nel senso che il campo di applicazione dell'art. 2357-*bis* c.c. sia più vasto di quanto non lasci intendere la lettera della disposizione, arrivando ad abbracciare tutte le ipotesi in cui il riscatto di azioni sia effettuato in vista loro annullamento, a prescindere dal fatto che la delibera di riduzione segua, anziché precedere, l'acquisto v., prima della riforma, NOBILI, *Osservazioni in tema di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, 1987, 778 ss.; NOBILI-SPOLIDORO (nt. 20), 415 s.; dopo la riforma CENTONZE (nt. 38), 80 s., testo e nt. 100. In senso contrario già FRÈ-SBISÀ (nt. 43), 404, secondo cui la norma di cui all'art. 2357-*bis* avrebbe carattere eccezionale, non potendo pertanto trovare applicazione oltre i casi in essa espressamente previsti. Dopo la riforma, nello stesso ordine d'idee, BIONE, sub art. 2357-*bis*, in *Società di Capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004, 367 ss., a 368, il quale ritiene che, qualora l'acquisto di azioni proprie, ancorché finalizzato all'annullamento delle stesse, preceda la delibera di riduzione, dovrebbero trovare applicazione le cautele previste dall'art. 2357 c.c.

<sup>128</sup> Essere, cioè, la delibera autorizzativa dell'acquisto assorbita dalla precedente delibera di riduzione del capitale sociale: cfr., fra altri, CARBONETTI (nt. 20), 159.

<sup>129</sup> Su tale questione v. *infra*, Cap. III, par. 4.

<sup>130</sup> In questi termini CENTONZE (nt. 38), 82 s., il quale propone (*ivi*, nt. 105) una soluzione operativa per snellire il procedimento deliberativo.

Anche ove occorresse la previa delibera autorizzativa *ex art.* 2357 c.c. nell'ipotesi in discorso, va peraltro sottolineato che, a differenza dei casi sub i) e ii), il riscatto in tal caso sarebbe comunque il risultato di una scelta discrezionale degli amministratori. Volta ottenuta l'autorizzazione al riscatto (che, come tale, comporta solamente la rinuncia all'apposizione di un veto all'operazione e non l'imposizione della sua realizzazione) essi rimarrebbero infatti liberi di non procedere all'acquisto coattivo. Diversamente, nei casi di riscatto “finalizzato susseguente”, la decisione di esercitare il

Con l'introduzione dell'art. 2437-*sexies* c.c., il legislatore della riforma ha in definitiva codificato uno statuto generale delle ipotesi statutarie di riscatto potestativo ("finalizzato" e "non finalizzato" alla riduzione). Pertanto, all'interprete residua il solo compito di procedere all'esegesi della norma, sciogliendo il significato dei rinvii in essa contenuti e colmando le eventuali lacune testuali, onde definire in termini puntuali la disciplina applicabile.

Nonostante sporadiche interpretazioni di segno contrario all'indomani della riforma<sup>131</sup>, nessun indizio è invece ricavabile nella norma *de qua* in ordine alla tipizzazione delle ipotesi di riscatto obbligatorio. Come detto, la lettera dell'art. 2437-*sexies* c.c. è perentoria nel circoscrivere il relativo ambito di applicazione alle sole ipotesi in cui venga attribuito ai soggetti riscattanti un "potere" di riscatto.

---

potere di riscatto è ascrivibile all'assemblea straordinaria dei soci, dovendo in tal caso gli amministratori portare a esecuzione la riduzione con le modalità dalla stessa deliberate. Ovvio corollario di quest'ultima osservazione è che, nelle ipotesi di riscatto successivo, in mancanza di una delibera di riduzione (o qualora l'esecuzione della stessa sia impedita dal vittorioso esperimento dell'opposizione *ex art.* 2445 c.c. da parte dei creditori) è in radice preclusa la possibilità di procedere all'acquisto coattivo. Meno certe sono, invece, le conseguenze del mancato annullamento delle azioni in caso riscatto "finalizzato antecedente". All'opinione secondo cui l'impossibilità di realizzare la riduzione del capitale determinerebbe la sopravvenuta inefficacia del precedente atto di riscatto (NOBILI (nt. 127), 780) si contrappone la tesi (CENTONZE (nt. 38), 83 s.) in base alla quale la mancata modifica del capitale determinerebbe la reviviscenza delle disciplina ordinaria dell'acquisto di azioni proprie: con la conseguenza che, in presenza dei presupposti patrimoniali di cui all'art. 2357 c.c., l'atto di riscatto sarebbe da considerarsi pienamente lecito; mentre, in caso contrario, troverebbe spazio la sanzione prevista dall'art. 2357, comma 4°, c.c., (obbligo di alienazione delle azioni riscattate). La prima interpretazione sembra peraltro più fedele allo spirito della clausola, che – nel finalizzare il riscatto al successivo annullamento delle azioni – opta per la scelta di assoggettare l'acquisto coattivo alla condizione risolutiva del buon fine della riduzione di capitale ai sensi dell'art. 2445 c.c. Sicché, la salvezza degli effetti dell'atto di riscatto, più che dalla riviviscenza legale della disciplina di cui all'art. 2357 c.c., sembra piuttosto poter passare da un'espressa scelta statutaria in tal senso (in particolare, assoggettando, in via cumulativa, l'atto di riscatto all'ulteriore condizione risolutiva della mancanza delle condizioni di cui all'art. 2357 c.c. ove la riduzione, per qualsiasi ragione, non possa compiersi). Oltre, però, non sembrerebbe lecito spingersi. A conferma di ciò pare invocabile il fatto che, ragionando altrimenti (e quindi ritenendo di poter far salvo l'acquisto pur in mancanza dei requisiti legali), si potrebbe arrivare a situazioni paradossali: in particolare, nel caso in cui l'esecuzione della delibera di riduzione sia stata bloccata, in quanto ritenuta pregiudizievole dal tribunale in sede di opposizione proposta dai creditori, si arriverebbe comunque a permettere l'annacquamento del capitale sociale ed eventualmente (in caso di mancata vendita entro l'anno delle azioni riscattate) la riduzione obbligatoria dello stesso *ex art.* 2357, comma 4°, c.c., in tal modo neutralizzando la tutela riconosciuta ai creditori.

Le differenti forme di tutela dei creditori in caso, rispettivamente, di riduzione del capitale sociale e di acquisto (anche illecito) di azioni proprie, rappresentano dunque un ulteriore elemento che l'autonomia statutaria deve prendere in considerazione al momento della scelta di configurare il riscatto come finalizzato o meno all'annullamento delle azioni.

Ulteriori questioni interpretative concernenti le clausole di riscatto "finalizzato" sorgono in virtù del cennato rinvio effettuato nell'art. 2437-*sexies* c.c. agli artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* c.c., in quanto compatibili. Sul punto si avrà modo di tornare nel prosieguo, allorché ci si occuperà in generale della possibile modulazione statutaria dei soggetti riscattanti e del prezzo di riscatto.

<sup>131</sup> Fraintendendo il chiaro significato letterale della norma, considerano direttamente riconducibili all'art. 2437-*sexies* c.c. – nella parte in cui riconosce la possibilità di conferire un potere di riscatto ai soci – le ipotesi in cui sia attribuito agli azionisti il diritto ad ottenere il riscatto delle proprie partecipazioni: GALLETTI (nt. 99), sub *art.* 2437-*sexies*, 1636 s.; MAGLIULO (nt. 7), 120; implicitamente, GIAMPAOLINO (nt. 93), 172. Per una critica cfr. DI BITONTO (nt. 33), 421 e, di recente, RESCIO (nt. 77), 9, nt. 25.

Se ciò è indubitabile, non pare tuttavia condivisibile la tesi – invero non diffusa e talora posta in termini solo dubitativi – di quanti sostengono che l’espressa codificazione nell’art. 2437-*sexies* c.c. di solo alcune varianti di riscatto azionario valga *di per sé* a escludere l’ammissibilità di altre configurazioni, confinandole nell’ambito dell’illecito<sup>132</sup>.

In senso contrario può anzitutto osservarsi che – come più volte rimarcato – a seguito della riforma sono rintracciabili nell’ordinamento societario specifiche ipotesi di riscatto obbligatorio, tanto statutarie (è questo il caso del già citato obbligo d’acquisto quale correttivo alternativo al recesso da prevedersi *ex art. 2355-bis* c.c. ai fini dell’efficacia della clausola di mero gradimento), quanto extra-statutarie (è il caso del diritto di far acquistare le proprie azioni, da prevedersi *ex artt. 2506-bis*, comma 4°, e *2505-bis*, comma 1°, c.c. nei progetti di scissione non proporzionale e fusione per incorporazione di società partecipata al novanta per cento<sup>133</sup>).

Ciò che dimostra che anche il riscatto obbligatorio, con significativo scostamento dal quadro legislativo passato, si presenta oggi come figura tipizzata, sia pur – a differenza del riscatto potestativo – non in termini generali, bensì circoscritti alle particolari ipotesi indicate.

In secondo luogo, e spostandosi sul fronte dell’atipico, *non sembra potersi riscontrare nel contesto normativo riformato alcun dato che porti a considerare come tassative le ipotesi di riscatto obbligatorio espressamente contemplate* e, quindi, a precluderne in linea di principio un allargamento in esercizio dell’autonomia statutaria<sup>134</sup>.

A ben vedere, infatti, i dati sistematici che in passato venivano invocati per negare cittadinanza alle ipotesi convenzionali di riscatto obbligatorio possono dirsi superati alla luce della riforma. In particolare, il (discutibile) ostacolo costituito dalla tassatività delle ipotesi di recesso è oggi venuto meno, dal momento che con la riforma si è espressamente ammessa (almeno per le società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) la possibilità di prevedere cause statutarie di recesso (art. 2437, comma 4° c.c.)<sup>135</sup>. Sì che, anche a voler enfatizzare l’accostamento fra il recesso e il riscatto obbligatorio a carico della società, sulla scorta della parentela funzionale delle due figure<sup>136</sup>, dopo la riforma si raggiungono

---

<sup>132</sup> Così PATRIARCA (nt. 104), 340 s.; in senso dubitativo CENTONZE (nt. 38), 52; STRAMPELLI (nt. 99), 274 ss.

<sup>133</sup> Nel primo caso, in via obbligatoria, a tutela del socio che non approvi l’operazione di scissione in cui si preveda un’assegnazione non proporzionale delle partecipazioni nella/e beneficiarie; nel secondo caso, in via facoltativa, ove s’intenda evitare la redazione delle relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio, riconoscendo ai soci di minoranza la possibilità di far acquistare le proprie azioni dal socio di controllo. La medesima semplificazione può operare in caso di scissione a favore di società beneficiaria già esistente che possieda almeno il novanta per cento delle azioni della scissa (arg. dal combinato disposto degli artt. 2506-*ter*, ultimo comma, e 2505-*bis*, comma 1°, c.c.).

Come già ricordato (*supra*, par. 2, nota 58), al di fuori del codice civile, ulteriore ipotesi extra-statutaria di riscatto obbligatorio è infine rappresentata dal diritto di “*sell-out*” riconosciuto alla minoranze azionarie di società quotate nei casi di cui all’art. 108 t.u.f.

<sup>134</sup> Considera invece eccezionale l’ipotesi statutaria di riscatto obbligatorio di cui all’art. 2355-*bis* c.c. PATRIARCA (nt. 104), 340. Per l’opinione favorevole alla possibile introduzione di ipotesi atipiche di riscatto obbligatorio v., fra altri, CALVOSA (nt. 6), 200 s.; PACIELLO (nt. 73), 1146 ss.; CIOCCA (nt. 33), 35.

<sup>135</sup> Per un cenno in tal senso v. CENTONZE (nt. 38), 52, nt. 8.

<sup>136</sup> *Supra*, par. 3, sub B).

risultati opposti a quelli cui tale percorso interpretativo conduceva in precedenza<sup>137</sup>. Così come, infatti, esistono ipotesi legali di recesso cui può essere aggiunto un catalogo di ipotesi convenzionali, allo stesso modo deve ritenersi possibile estendere per via statutaria l'operatività di meccanismi di riscatto obbligatorio<sup>138</sup> a carico della società al di là delle fattispecie tipizzate dal legislatore. In quest'ottica, resta solo da verificare se la *ratio* che ha ispirato il legislatore nel mantenere fermo il principio di tassatività delle cause di recesso nelle s.p.a. "aperte" debba portare a ritenere altresì inammissibile, per tali società, la possibilità di prevedere forme convenzionali di riscatto obbligatorio<sup>139</sup>.

Salva quest'ultima precisazione, nessun principio generale pare dunque invocabile per negare all'autonomia statutaria la possibilità di fissare, vuoi con riferimento a tutti gli azionisti (sulla falsariga di quanto previsto dall'art. 2355- *bis* c.c.), vuoi in relazione ai soli titolari di certe azioni (sfruttando l'ampia libertà concessa dall'art. 2348, comma 2°, c.c., nel plasmare i "diritti diversi" caratterizzanti una determinata categoria di azioni)<sup>140</sup> il diritto di ottenere l'acquisto delle proprie partecipazioni dalla società o da soci variamente individuati<sup>141</sup>. Tale conclusione, che – se guardata in chiave comparatistica – si pone in linea con la diffusa tipizzazione delle azioni con diritto al riscatto in altri ordinamenti<sup>142</sup>, porta con sé l'esigenza di individuare la

---

<sup>137</sup> Cfr., muovendo da una radicale assimilazione, CIOCCA (nt. 33), 35.

<sup>138</sup> O anche di riscatto automatico (cfr. PACIELLO (nt. 73), 1147; CIOCCA (nt. 33), 36), dal momento che – come si è già osservato – pure in tal caso, se si guarda alla modalità di acquisizione delle azioni dal punto di vista delle società, essa subisce l'acquisto a prescindere dalla sua volontà.

<sup>139</sup> Sul punto v. *infra*, Cap. IV, par. 1.

<sup>140</sup> Per l'ammissibilità di categorie speciali di azioni caratterizzate dal cosiddetto diritto di *put* a favore dei titolari v., in particolare, TOMBARI (nt. 92), 972; ABRIANI (nt. 52), 324; DI BITONTO (nt. 33), 421; SFAMENI (nt. 52), 146, testo e nt. 177.

<sup>141</sup> Nel caso in cui siano i soci i soggetti costretti a subire l'acquisto delle azioni (non solo per l'esercizio di un diritto riconosciuto al titolare, ma – occorre aggiungere – anche in via automatica) non sembra possibile negare l'ammissibilità della clausola di riscatto (ovvero confinarne il rilievo nel solo ambito del parasociale) sulla scorta dell'assunto che sarebbe precluso imporre per statuto ai soci oneri patrimoniali ulteriori rispetto ai conferimenti (così, prima della riforma, GALLETTI (nt. 99), *Il recesso nelle società di capitali*, 142 s). In senso contrario a tale argomento milita infatti il dettato del citato art. 2355-*bis*, comma 2°, c.c., che – nel consentire l'inserimento in statuto di una clausola prevedente un obbligo di acquisto in capo a soci – inequivocabilmente riconosce la natura sociale (e quindi vincolante l'indeterminato socio) di posizioni passive (di obbligo o di soggezione) che comportano prestazioni pecuniarie diverse dal conferimento: sul punto, vedi le recenti riflessioni di RESCIO (nt.77), 4, testo e nt. 13 e 14.

Più delicata è invece la questione dell'ammissibilità di clausole volte a far gravare su terzi l'obbligo di riscatto: cfr. *infra*, Cap. II, par. 5.

<sup>142</sup> Occorre anzitutto segnalare che l'art. 39 della II Direttiva disciplina non solo le azioni soggette a un potere di riscatto non finalizzato alla riduzione del capitale, ma anche le azioni "riscattande" (o automaticamente riscattabili) dalla società.

Del resto, si è già osservato (*supra*, nt. 61) che negli ordinamenti anglosassoni, fra le ipotesi di *compulsory redemption*, si annovera, oltre al riscatto automatico, il riscatto "*at the option of the shareholders*" [per la Gran Bretagna v. la *section 684 (1) CA 2006*; negli Stati Uniti cfr. il § 6.01 (c) (2) *MBCA 2008*]. Quanto all'ordinamento statunitense, in particolare, va segnalato che sono state progressivamente abrogate le sporadiche norme statali (quali quelle incluse nelle leggi societarie della California e del North Carolina) che in passato proibivano l'emissione di azioni soggette a *mandatory redemption* (cfr. COX-HAZEN (nt. 94), 1157 s.), raccogliendo le simpatie degli autori che guardavano con sospetto alle c.d. *puttable redeemable shares*. V., ad esempio, DODD, (nt. 61), 730 ss., che sottolineava, fra l'altro, le insidie che tali azioni potevano nascondere per gli investitori, giacché nei

disciplina applicabile alle fattispecie statutarie atipiche di riscatto obbligatorio, segnalando gli eventuali limiti cui i soci devono attenersi per modellare legittimamente il contenuto delle relative clausole. Con l'avvertenza che, nell'adempiere a tale compito, le risposte andranno cercate in primo luogo nel micro-sistema delle ipotesi di riscatto obbligatorio tipizzate dal legislatore della riforma<sup>143</sup> e – solo in seconda battuta – in ulteriori dati ricavabili dall'ordinamento.

---

sottoscrittori avrebbe potuto ingenerarsi l'affidamento di poter ottenere con certezza il rimborso dell'investimento da parte della società – *ad libitum* o alle condizioni prefissate – essendo in realtà lo stesso subordinato al rispetto delle garanzie previste a tutela dei creditori.

La possibilità di emettere azioni con diritto al riscatto da parte della società è pure contemplata in Francia: in termini espressi, per le azioni privilegiate emesse da società quotate, ove l'art. L. 228-20 *Code comm* prevede che esse “*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*”; mentre, con riferimento alla generica disposizione dettata per tutte le s.p.a. (“*les modalités de rachat... des actions de préférence peuvent également être fixées dans les statuts*”, art. L. 228-12 *Code comm.*) è comune l'interpretazione atta a ritenere lecita ogni forma di riscatto: v. *retro*, par. 2, nt. 61. Un'uguale facoltà è prevista nell'ordinamento spagnolo: esplicitamente in tal senso è, infatti, l'art. 500 *LSC* (v. *retro*, par. 3, nt. 99).

<sup>143</sup> E non invece nell'art. 2437-*sexies* c.c., che – come detto – disciplina tipologie diverse di riscatto convenzionale.



## CAPITOLO II

### PROFILI COMUNI DEL RISCATTO AZIONARIO STATUTARIO

SOMMARIO: 1) La portata in principio sociale (e non meramente parasociale) del riscatto statutario alla luce della riforma. – 2) La possibile modulazione delle azioni oggetto di riscatto: clausole di riscatto genericamente rivolte a tutte le azioni; azioni riscattabili e azioni “riscattande”; il problema della “personalizzazione” del riscatto. – 3) I soggetti riscattanti: A) la società e i soci. – 4) *Segue*: B) La portata del rinvio al procedimento di liquidazione di cui all’art. 2437-*quater* c.c. in ipotesi di riscatto potestativo e il problema della sua applicazione analogica al riscatto obbligatorio. – 5) *Segue*: C) Il problema dell’attribuzione a terzi della qualità di riscattante.

Si è visto nel primo capitolo che il riscatto di azioni, tanto potestativo quanto obbligatorio, non sempre si presenta quale fenomeno statutario, sussistendo ipotesi in cui è direttamente la *legge* a costituirne la fonte legittimante. S’intende ora restringere il campo dell’indagine alle sole ipotesi *statutarie*, figlie dell’autonomia contrattuale dei soci orientata – come già osservato – al perseguimento di vari interessi, per analizzare anzitutto talune caratteristiche (e problematiche) che si prestano ad essere lette come “denominatore comune” delle varianti morfologiche in cui riscatto si può manifestare. Da tale sfondo comune si dipana, poi, sulla scia della dicotomia potere di riscatto/obbligo di riscatto, l’esigenza di un’analisi differenziata delle figure, avente ad oggetto questioni meritevoli di partita considerazione nei capitoli successivi.

#### 1) *La portata in principio sociale (e non meramente parasociale) del riscatto statutario alla luce della riforma.*

Un primo problema che, nell’ottica delineata, pare opportuno affrontare concerne l’efficacia da attribuire alla clausola di riscatto, qualora venga inserita in statuto.

Se nelle pagine precedenti si è dato per presupposto che l’inserimento in statuto di un patto di riscatto determini l’effetto “reale” proprio delle clausole aventi portata sociale, occorre ora soffermarsi in maniera più approfondita sulla questione, sviluppando gli argomenti che, a seguito della riforma, paiono invocabili a sostegno di tale conclusione.

Per la verità, non mancavano – prima della riforma societaria del 2003 – interpretazioni volte a riconoscere alla clausola di riscatto, ancorché contemplata dallo statuto sociale, il mero valore di patto parasociale contratto tra i singoli soci aderenti<sup>1</sup>.

Ciò, in particolare, in relazione all'ipotesi in cui quali soggetti riscattanti fossero individuati i *soci*, tendendosi invece per lo più a riconoscere rilievo sociale alla clausola che prevedesse il potere e (per chi lo ammetteva) l'obbligo di riscatto in capo alla società<sup>2</sup>.

a) Con riferimento al potere di riscatto, in particolare, taluno aveva negato l'efficacia "reale" della clausola, rilevando in via sistematica l'estraneità rispetto allo statuto organizzativo della società delle stesse nozioni di soggezione e di diritto potestativo del socio: di qui il preteso rilievo parasociale delle clausole che imputano ai soci la soggezione al riscatto e il correlativo potere<sup>3</sup>.

Altra dottrina<sup>4</sup>, sotto diverso profilo, utilizzava il criterio dell'incidenza sull'azione degli organi sociali per negare valore sociale alle clausole attribuenti il potere di riscatto ai soci. In particolare, secondo tale tesi, mentre il coinvolgimento della società sussiste in *re ipsa* nell'ipotesi in cui lo statuto attribuisca alla stessa il potere di riscatto, nessun riflesso organizzativo si determinerebbe invece nel caso in cui a procedere all'acquisto coattivo siano soci diversi dal titolare delle azioni riscattate. Ciò a differenza di quanto avverrebbe in altre vicende pure aventi ad oggetto relazioni intersoggettive fra i soci (quali, ad esempio, quelle derivanti dalla previsione di una clausola statutaria di prelazione), dal momento che, diversamente

---

<sup>1</sup> Ciò sul presupposto, condiviso dalla dottrina maggioritaria, secondo cui la posizione di un patto all'interno dello statuto rappresenta solamente un indizio della natura sociale dello stesso, ferma restando peraltro la possibilità di dimostrarne l'effettivo valore solo parasociale, pur sulla base di criteri non univocamente individuati: sul punto, fra altri, prima della riforma, RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 596 ss.; ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 1\*, Torino, 2004, 101 ss.; PERNAZZA, *Brevi riflessioni in tema di contratti parasociali*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1992, 190 ss.; dopo la riforma, RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali tra i soci*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 1, Torino, 2006, 470 ss.; SANTONI, sub *art. 2341-ter*, in *La riforma delle società* a cura di Sandulli-Santoro, 2, I, Torino, 2003, 86 ss., in particolare 97; OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. comm.*, II, 2005, 59 ss. In senso contrario, aderendo al criterio formale secondo cui ad ogni clausola inserita in statuto, in quanto tale, va riconosciuto valore sociale, COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, I, 2004, 203 ss.; TUCCI, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005, 17, testo e nt. 12.

<sup>2</sup> In tale ultimo senso, quanto al riscatto potestativo, v., fra altri, PRESTI, *Le clausole di "riscatto" nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, II, 1983, 401, nt. 9; PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997, 362; CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 168 ss., sia pur sulla base di percorsi interpretativi non uniformi.

Raggiungeva le medesime conclusioni, estendendole alle ipotesi di riscatto obbligatorio, STANGHELLINI, *I limiti statutarie alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, 83 s.

<sup>3</sup> V. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 2\*, Torino, 1991, 208, il quale, basandosi su questo argomento, negava rilievo sociale anche alle clausole statutarie conferenti alla società il potere di riscatto.

<sup>4</sup> Cfr. PERRINO (nt. 2), 360 ss.

da quest'ultime<sup>5</sup>, in caso di riscatto nessuna regola di condotta ricadrebbe sugli organi sociali, i quali assisterebbero passivamente alla realizzazione delle vicenda traslativa forzosa delle partecipazioni sociali tra i soci.

Una volta introdotto, a seguito della riforma, l'art. 2437-*sexies* nel codice civile, tali proposte interpretative appaiono peraltro superate<sup>6</sup>.

Nel tipizzare le clausole statutarie di riscatto potestativo si è già detto, infatti, che il legislatore ha previsto espressamente l'ipotesi in cui il potere di acquisto coattivo venga attribuito, oltre che alla società, ai soci. Da questa, come da altre norme<sup>7</sup>, risulta dunque che il legislatore non ritiene incompatibile con la natura sociale tipica delle regole statutarie l'attribuzione (indeterminatamente, in capo ai soci presenti e futuri) di posizioni giuridiche soggettive attive e passive, né il fatto che il meccanismo di riscatto non riverberi sull'azione sociale<sup>8</sup>.

Sotto quest'ultimo profilo, peraltro, pare opportuno sottolineare che la stessa idea in base alla quale l'esercizio del riscatto da parte dei soci *in nessun caso* possa incidere sulle regole di condotta degli organi sociali non pare condivisibile. Ad esempio, nell'ipotesi in cui la società venga informata dai soci titolari del relativo potere dell'avvenuto riscatto delle azioni nel rispetto di quanto previsto dalla clausola statutaria e il socio le cui partecipazioni siano state riscattate non abbia posto in essere le formalità eventualmente necessarie per trasferire la legittimazione all'acquirente, può ritenersi che gli amministratori abbiano il dovere di inibire a quest'ultimo, seppur ancora formalmente legittimato, l'esercizio dei diritti sociali<sup>9</sup>. In quest'ottica, anche a voler ritenere decisivo un qualche riflesso organizzativo perché una regola inclusa in statuto possa dirsi propriamente sociale (presupposto, per vero,

---

<sup>5</sup> In caso di clausola statutaria di prelazione, secondo la dottrina maggioritaria, spetta agli organi sociali il potere-dovere di verificare il rispetto dell'obbligo di previa offerta delle azioni agli altri soci da parte dell'alienante, dovendosi in caso contrario negare l'esercizio dei diritti sociali all'acquirente. Per una sintesi delle posizioni sul punto v. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, VIII ed., Torino, 2012, 241, nt. 101.

<sup>6</sup> Già prima della riforma, riteneva possibile qualificare la clausola statutaria attributrice il potere di riscatto ai soci in termini di patto sociale CALVOSA (nt. 2), 171; significativamente, ammette ora la portata sociale della clausola di riscatto, sia pur con alcuni distinguo (v. *infra* nel testo), ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2011, 39 ss.

<sup>7</sup> Come, ad esempio, l'art. 2355-*bis* c.c. nella parte in cui prevede che al membro della compagine sociale cui sia negato il *placet* alla cessione sia riconoscibile – per statuto – un diritto alla conclusione di un contratto d'acquisto della propria partecipazione con gli "altri soci", gravati dal corrispettivo obbligato. In quest'ottica, le obiezioni di cui al testo paiono superabili anche ove riferite alle ipotesi atipiche di riscatto statutario obbligatorio.

<sup>8</sup> Cfr. RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario. Unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in corso di pubblicazione in *Giur. comm.*, letta per cortesia dell'Autore, p. 3 del dattiloscritto, nt. 8; in senso simile 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, 45.

<sup>9</sup> Nel senso che il riscatto esercitato in conformità alla statuto costituisca prova del trasferimento liquida e ed evidente per la società agli effetti dell'art. 1992, comma 2°, c.c. v. già STANGHELLINI (nt. 2), 85. Più di recente cfr. CIOCCA (nt. 8), 45.

In caso di mancata emissione dei titoli azionari ai sensi dell'art. 2346, comma 1°, c.c. è possibile ritenere che gli amministratori, una volta provato l'avvenuto riscatto delle azioni, abbiano il dovere di iscrivere il trasferimento nel libro dei soci, con conseguente acquisto della legittimazione in capo al riscattante ex art. 2355, comma 1°, c.c.

tutt'altro che pacifico in dottrina<sup>10</sup>), non sembra che di un tale riflesso possa dirsi totalmente scevra la clausola di riscatto in esame.

b) Per quanto concerne specificamente l'ipotesi in cui per statuto s'imponga ai soci un obbligo di riscatto, già si è accennato che, prima delle riforma, parte della dottrina aveva invocato, quando non l'invalidità *tout court* della clausola, la sua qualificazione in termini di patto parasociale, affermandone l'incompatibilità con il principio secondo cui nelle società di capitali è in via generale esclusa la possibilità di imporre obblighi patrimoniali ulteriori rispetto ai conferimenti<sup>11</sup>.

Anche tale peculiare argomentazione può dirsi tuttavia superata alla luce degli indici normativi emergenti dalla riforma. In particolare, il più volte richiamato art. 2355-*bis* c.c., nella misura in cui prevede, come condizione di efficacia della clausola di mero gradimento alternativa al recesso, la possibilità di porre un obbligo di acquisto (anche) in capo ai soci diversi da quello che intende dismettere la propria partecipazione, certifica la sicura introducibilità, con valore pienamente sociale, di clausole che impongono in capo ad azionisti presenti e futuri posizioni passive (di obbligo o soggezione) comportanti prestazioni pecuniarie diverse dal conferimento<sup>12</sup>.

Detto della necessità di superare le perplessità circa la normale portata sociale delle clausole di riscatto che individuino nei soci i soggetti facoltizzati (o obbligati) al riscatto<sup>13</sup>, pare opportuno osservare che – contrariamente a quanto ancor di recente sostenuto in dottrina – neppure sembra plausibile discernere la portata della clausola statutaria di riscatto sulla base della *funzione* che è chiamata a svolgere.

In particolare, non convince il tentativo di circoscrivere la valenza sociale del riscatto (potestativo) al solo caso in cui l'interesse riguardato sia quello della personalizzazione e della chiusura della compagine sociale, in conformità alla logica

---

<sup>10</sup> In senso contrario v., ampiamente, RESCIO (nt. 1), *I patti parasociali*, 476, nt. 76; da ultimo, ID. (nt. 8), 5.

<sup>11</sup> In tal senso, in particolare, GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, 142 s.

<sup>12</sup> Ferma la riconduzione di clausole così configurate nell'ambito della disciplina statutaria (in senso materiale) del rapporto sociale, restano solo da chiarire le regole deputate alla loro introduzione *durante societate*: sul punto v. *infra*, Cap. IV, par. 6.

Sottolinea la valenza sistematica della disposizione di cui al testo RESCIO (nt. 8), 4 e nota 13, al fine di rivendicare la portata sociale della clausola atipica di c.d. *drag-along*, la quale pure determina un obbligo (all'alienazione della propria partecipazione) in capo agli azionisti di minoranza "trascinati", ancorché non traducendosi in un sacrificio economico ulteriore rispetto al conferimento.

<sup>13</sup> Va chiarito che, anche se improbabile, *resta astrattamente possibile che i soci intendano introdurre in statuto un patto parasociale di riscatto*, come tale vincolante i soli consenzienti e non l'indeterminato socio (*i.e.* i soci presenti e futuri della società). Diventa, sotto questo profilo, una *quaestio voluntatis* quella di ricostruire la reale intenzione delle parti: a tal fine, rilievo essenziale è rivestito dalla formulazione testuale della clausola. Qualora, in conformità a quanto comunemente avviene, le posizioni soggettive attive e passive implicate nelle diverse forme di riscatto siano riferite in termini astratti ad ogni azionista (eventualmente di categoria) attuale o futuro, sostanzialmente nessun dubbio potrebbe sussistere circa la natura sociale della clausola. A diversa conclusione si potrebbe pervenire solo nel caso in cui dal tenore letterale della clausola emerga la non equivoca volontà di circoscrivere l'operatività dei meccanismi di riscatto ai soli (od alcuni dei) soggetti facenti parte della compagine sociale al momento della sua introduzione: sul punto, in termini generali, v. RESCIO (nt. 1), *I patti parasociali*, 479, testo e nota 71.

Per quanto concerne il problema della personalizzazione delle varie posizioni giuridiche interessate in caso di riscatto in capo al singolo socio nominalmente individuato, v. i successivi paragrafi 2 e 3. In ordine alla questione dell'individuazione, quale soggetto riscattante, di un terzo estraneo alla compagine sociale v. *infra*, par. 5.

sottostante all'introduzione della clausole statutarie di limitazione alla circolazione delle azioni di cui all'art. 2355-*bis* c.c.<sup>14</sup>.

In merito, può anzitutto osservarsi che dal dato letterale dell'art. 2437-*sexies* c.c. – come meglio si vedrà nel prosieguo – non emerge alcuna delimitazione espressa circa le circostanze che possono fungere da presupposto per l'esercizio del potere di riscatto statutario. Sotto questo profilo, il legislatore pare essersi volutamente astenuto dal fornire un indice di tipizzazione delle finalità cui può rispondere l'innesto di un patto di riscatto nel contratto sociale.

Del resto, si è già avuto modo di osservare che la personalizzazione delle società rappresenta solo una delle ragioni che spiegano l'utilizzo della clausola di riscatto nella prassi statutaria, altri potendo essere gli interessi (in senso lato) sociali perseguiti<sup>15</sup>.

Sicché, appare ingiustificatamente riduttivo conferire il rilievo “reale” proprio del patto sociale alle sole clausole che individuano, quali circostanze legittimanti l'esercizio del potere di riscatto, vicende personali del socio “riscattato”, negando che interessi diversi da quello alla personalizzazione della società possano assumere una valenza (sotto questo profilo) organizzativa<sup>16</sup>.

Piuttosto, in termini generali, è possibile rimarcare che gli indici normativi che concernono la materia della circolazione delle azioni dopo la riforma testimoniano che tutti gli interessi correlati a vario titolo all'investimento nella s.p.a sono espressamente ritenuti dal legislatore territorio d'elezione per pattuizioni di rilevanza sociale<sup>17</sup>. In particolare, oltre alla tradizionale regolamentazione restrittiva dell'interesse al disinvestimento realizzata per il tramite di patti limitativi alla circolazione, dagli artt. 2437-*sexies* e art. 2355-*bis* c.c. emerge che anche il disinvestimento coattivo del socio (e cioè subito per il tramite di un atto traslativo realizzato su iniziativa dell'acquirente, o viceversa agevolato dall'imposizione di un

---

<sup>14</sup> Prima della riforma, in assenza di una disciplina *ad hoc* in tema di riscatto statutario, considerava fondamento giuridico del rilievo organizzativo delle clausole di riscatto l'allora art. 2355, comma 3°, c.c. – disciplinante le clausole limitative della circolazione azionaria – PERRINO (nt. 2), 362 ss. Conseguentemente l' A. riteneva idoneo presupposto di riscatto, al fine della qualifica della clausole in termini di patto sociale, la sola sussistenza di caratteristiche personali atte a completare la personalizzazione del rapporto sociale con “filtri” al mantenimento della partecipazione sociale aggiuntivi a quelli posti all'ingresso nella compagine sociale in forza di clausole limitative della circolazione delle azioni.

Dopo la riforma, in senso simile, ANGELICI (nt. 6), 41, secondo cui “un ‘riscatto’ può assumere un senso propriamente statutario (e giustificarsi nella prospettiva della società, non degli interessi individuali dei soci) in quanto rappresenti uno strumento per assicurare che il socio possieda le caratteristiche (appunto statutariamente definite) in considerazione delle quali si giustifica la sua partecipazione alla società. E in questo senso...svolge un ruolo in buona parte assimilabile a quello cui mirano le clausole limitative della circolazione”.

<sup>15</sup> V. *retro*, Cap. I, par. 3.

<sup>16</sup> Così, invece, ANGELICI (nt. 6), 42, enfatizzando il parallelo con le clausole limitative della circolazione di cui all'art. 2355-*bis* c.c.

Va peraltro ricordato che la sussistenza di una portata organizzativa del patto non da tutti è ritenuta requisito fondamentale ai fini della qualificazione dello stesso in termini di patto sociale (v. *supra*, nt. 10); né, a tal fine, si considera unanimemente necessario che al patto sia sotteso un interesse sociale (comunque inteso), diverso da quello individuale dei soci: *contra* v., ad esempio, RESCIO, *La distinzione* (nt. 1), 615 s.; in senso adesivo, con specifico riferimento al riscatto, CALVOSA (nt. 2), 171, testo e nt. 17.

<sup>17</sup> Cfr. RESCIO (nt. 8), 5.

obbligo all'acquisto in capo a quest'ultimo), tipicamente realizzato in forza di meccanismi di riscatto potestativo o obbligatorio<sup>18</sup>, rappresenta in sé un *autonomo* oggetto di disciplina per clausole (materialmente) statutarie, volte a modellare per i più vari scopi le modalità di partecipazione alla società.

2) *La possibile modulazione delle azioni oggetto di riscatto: clausole di riscatto genericamente rivolte a tutte le azioni; azioni riscattabili e azioni "riscattande"; il problema della "personalizzazione" del riscatto.*

Per quanto concerne la modulazione statutaria delle azioni oggetto di riscatto, l'ordinamento interno consente espressamente che il riscatto (tanto potestativo, quanto obbligatorio) possa interessare *tutte* le azioni o *solo una parte* di esse.

L'ammissibilità della prima opzione – in contrasto con quanto previsto in altri ordinamenti, dove il riscatto può avere ad oggetto solo una parte delle azioni in circolazione<sup>19</sup> – si ricava, infatti, testualmente dagli artt. 2437-*sexies* e 2355-*bis*,

---

<sup>18</sup> Non potendosi ovviamente trascurare, per quanto concerne la valorizzazione delle possibilità di disinvestimento su iniziativa del socio, l'esplicito riconoscimento, a seguito della riforma, della possibilità di introdurre cause statutarie di recesso nelle s.p.a. "chiuse", ai sensi del già citato art. 2437, comma 4°, c.c.

<sup>19</sup> Nell'ordinamento francese, ad esempio, la possibilità di prevedere il riscatto, ai sensi degli artt. L. 228-18, *alinéa* 2, e L. 228-20 *Code comm.* è limitata alle sole *actions de préférence* (le quali non possono eccedere la quarta parte del capitale nelle società quotate e la metà nelle non quotate). E, nonostante alcune perplessità sulla *ratio* di tale scelta restrittiva, prevale in dottrina un'interpretazione fedele alla lettera delle norme: sul punto, v. MORTIER, *Rachat d'actions et actions rachatables*, in *Rev. Soc.*, 2004, 648.

Allo stesso modo, nel diritto portoghese, le sole *acções preferenciais*, ex art. 345 *CSC*, sono passibili di riscatto da parte della società: cfr. VENTURA, *Estudos Vários sobre sociedades anónimas*, Coimbra, 1992, 456.

Per quanto concerne la Gran Bretagna, sebbene sia possibile prevedere il riscatto (e il conseguente annullamento: v. *retro*, Cap I, par. 2, nt. 36) da parte della società non solo in relazione alle *preference shares*, ma anche alle *ordinary shares*, ai sensi della section 684 (4) *CA 2006* la società può emettere azioni riscattabili solo qualora vi siano in circolazione azioni *non* caratterizzate dal requisito della riscattabilità. Ciò – come ricorda GALLETTI, sub art. 2437-*sexies*, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005, 1634 – al fine di evitare che la società rimanga senza soci; e v. FERRAN, *Principles of Corporate Financial Law*, New York, 2008, 227, il quale specifica che "*a company may not redeem itself out of existence*".

Anche in Spagna, nelle società quotate, il riscatto può riguardare qualsiasi tipo di azione, fermo restando, tuttavia, che il valore nominale delle *acciones rescatables* non può superare la quarta parte del capitale sociale (art. 500, comma 1°, *LSC*): in tema v., da ultimo, CURBELO, *Régimen jurídico de las acciones rescatables. Nuevas perspectivas y problemática actual*, in *RDBB*, n. 123, 2011, 105 ss.

Per quanto concerne l'ordinamento statunitense, infine, accanto a Stati che circoscrivono la possibilità di emettere come *redeemable* le sole *preferred shares*, ve ne sono altri che consentono pure il riscatto delle *common shares* (in tal senso v., ad esempio, il § 6.01 (c) (2) *MBCA 2008*; il § 402 *Cal. Corp. Code*; il § 151 (b) *Del. Gen. Corp. Law*), ferma restando tuttavia l'esigenza che per tutta la durata della società vi sia in circolazione almeno un'azione ordinaria (cfr. il § 6.03 *MBCA 2008* e le norme delle leggi societarie della California e del Delaware appena citate): il che equivale a dire che non tutte le azioni possono essere contemporaneamente riscattate. Sul punto v. HAMILTON-BOOTH, *Corporations*, 5° ed., St. Paul, 2006, 490; GEVURTZ, *Corporation Law*, 2nd ed., St. Paul, 2010, 122, nt. 18. Per una critica nei confronti del riconoscimento del potere di *call* della società sulle *common shares* cfr. NOTE, *Unqualified Redemption of Common Stock: A Question of Public Policy*, in 50 *Nw. U. L. Rev.*, 1955, 558 ss., a commento di uno dei primi precedenti giurisprudenziale favorevoli a tale

comma 2°, c.c. i quali prevedono, rispettivamente, un potere statutario di riscatto esercitabile, oltre che su “categorie di azioni”, genericamente sulle “azioni” (e quindi su tutte le azioni sottoscritte)<sup>20</sup>; nonché un riscatto obbligatorio riferibile a qualsiasi azione, nel momento in cui il relativo titolare rischi di rimanere prigioniero della società, essendo negato dall’organo competente il *placet* alla cessione della partecipazione.

Quanto alla seconda opzione, nessuno dubbio – come si è già avuto modo di osservare – può porsi circa la configurabilità di una categoria di azioni caratterizzata dal riconoscimento in capo ai titolari – quale “diritto diverso” *ex art.* 2348 c.c. – del diritto potestativo ad ottenerne l’acquisto (cosiddetta *put option*)<sup>21-22</sup>. Pure, è pacificamente ammessa la possibilità di preindividuare un gruppo di azioni soggette

---

opzione statutaria [*Lewis v. H.P. Hood & Sons, Inc.*, 121 N.E. 2d 850 (Mass. 1954)]; più di recente v. COX-HAZEN, *On corporations*, vol. II, 2nd ed., New York, 2003, 1155.

Va sottolineato che anche nell’ordinamento interno, al di là della possibilità di contemplare il riscatto da parte della società in relazione a tutte le azioni, vi sono dei limiti che precludono l’ipotesi che la società rimanga senza soci: in particolare, in caso di riscatto “finalizzato”, ciò deriva dall’impossibilità di ridurre il capitale sociale al di sotto del minimo legale (v. art. 2445, comma 1°, c.c.). Sotto altro profilo, nelle altre fattispecie di riscatto, la persistente sussistenza del limite di cui all’art. 2357, comma 3°, c.c. per l’acquisto di azioni proprie da parte di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (“il valore nominale delle azioni acquistate...non può eccedere la quinta parte del capitale sociale”) esclude, in tali società, la possibilità che il riscatto – là dove ammissibile – determini il fenomeno della società unico socio di stessa. Tale evenienza, invece, non sembrerebbe in principio esclusa per le società per azioni “chiuse”, stante l’inapplicabilità alla stesse del relativo limite a seguito della novella di cui al d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142. Per un più approfondito esame sulla questione v. tuttavia *infra*, Cap. III, par. 4 e Cap. IV, par. 4.

<sup>20</sup> In questo secondo caso, ferma la mancata preselezione di un gruppo di azioni riscattabili, la facoltà di acquistare coattivamente le azioni si atteggia in maniera differente a seconda delle circostanze di riscatto. Infatti, ove il presupposto sia rappresentato da circostanze inerenti la persona dell’(indeterminato) socio, se è vero che qualsiasi azione è astrattamente riscattabile, in concreto saranno tuttavia soggette a riscatto solo le azioni che vengano a trovarsi in titolarità del socio in relazione al quale si determinino le circostanze previste dalla clausola. Qualora, invece, il presupposto previsto nella clausola sia rappresentato da circostanze indipendenti dalla persona del socio, oggetto di riscatto potranno essere *indifferentemente* tutte le azioni.

La medesima considerazione può essere estesa, *mutatis mutandis*, all’ipotesi in cui la riscattabilità sia circoscritta “a monte” a solo una parte delle azioni: anche in tale caso, infatti, a seconda dei presupposti individuati dalla clausola, nell’ambito della categoria sarà in concreto possibile l’acquisto coattivo delle azioni del socio in relazione al quale siano integrate determinate circostanze ovvero, indistintamente, tutte le azioni di categoria. Sul punto v. anche *infra*, Cap. III, par. 2.

<sup>21</sup> Prima della riforma v. CALVOSA (nt. 2), 228; dopo la riforma, cfr. gli Autori ricordati *supra*, Cap. I, par. 4, nt. 140. E si veda, in particolare, ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, a cura di Abriani-Ambrosini-Cagnasso-Montalenti, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, vol. IV, Padova, 2010, 324, il quale, onde rimarcare l’obbligatorietà dell’acquisto su iniziativa del titolare, definisce tale categoria di azioni come azioni “riscattande”. In ordine alla possibile creazione di una categoria di azioni caratterizzata dal riconoscimento del (contiguo) diritto convenzionale di recesso, v., fra altri, PRESTI-RESCIGNO, *Corso di diritto Commerciale*, Bologna, 2011, 413; SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 142 ss.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, a cura di Abbadessa e Portale, 1, Torino, 2006, 599.

<sup>22</sup> Allo stesso modo è possibile (ancorché forse meno frequente) l’emissione di una categoria di azioni incorporanti (non un’opzione alla vendita ma) un diritto ad ottenere che l’obbligato si attivi per la conclusione di un contratto avente ad oggetto il loro acquisto (v. *retro*, Cap. I, par. 2). Anche le considerazioni che seguono nel testo circa le possibili ulteriori modulazioni delle azioni oggetto di riscatto obbligatorio devono ritenersi estese a tale diverso meccanismo acquisitivo.

al rischio di subire il riscatto. Appare meno scontato, tuttavia, che la (mera) riscattabilità sia in tal caso requisito sufficiente affinché possa parlarsi di categoria speciale in senso tecnico, dal momento che la posizione di *pati* incorporata nelle azioni non si presterebbe alla riconduzione ad un “diritto diverso”, ove s’intenda quest’ultimo in senso letterale<sup>23</sup>.

In merito, non può del resto attribuirsi portata decisiva al dato testuale dell’art. 2437-*sexies* c.c.: è vero – come si è appena ricordato – che tale disposizione disciplina espressamente anche l’ipotesi in cui il riscatto potestativo abbia a oggetto “categorie di azioni”; ma è altrettanto vero che un’interpretazione legittima di tale locuzione potrebbe sottintendere che la riscattabilità possa interessare azioni che *già* costituiscono un’autonoma categoria in virtù di altri aspetti del loro contenuto conformi al disposto letterale dell’art. 2348 c.c.<sup>24</sup>.

Decisiva appare, piuttosto, la considerazione che, secondo la dottrina che sembra oggi guadagnare i maggiori consensi, la locuzione “diritti diversi” di cui all’art. 2348 c.c. non deve essere riferita al concetto di diritto soggettivo in senso stretto, bensì – in termini estensivi – a *qualsiasi posizione giuridica soggettiva* attribuita a solo una parte delle azioni, indipendentemente dalla sua qualificazione e dal fatto che abbia un contenuto “passivo” invece che “attivo”<sup>25</sup>. In quest’ottica, la posizione di *soggezione* in cui tipicamente versa il titolare di un’azione riscattabile<sup>26</sup>, a fronte del diritto potestativo riconosciuto al soggetto riscattante, ben può rappresentare l’unica caratteristica distintiva in grado di conferire la qualifica di categoria a un gruppo di azioni oggettivamente individuate a priori, il cui “diritto diverso” consista per l’appunto in tale posizione soggettiva passiva<sup>27</sup>.

---

<sup>23</sup> In tal senso, prima della riforma, CALVOSA (nt. 2), 227 ss., proponendo di qualificare le azioni riscattabili come *tipo* di azioni e non come categoria; similmente, COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 3<sup>°</sup> ed., 1993, 528; dopo la riforma, AULETTA-SALANITRO, *Diritto Commerciale*, 18 ed., Milano, 2010, 195. Di “pseudo categoria” di azioni parlano FERRARA-CORSI, *L’imprenditore e le società*, XIV ed., Milano, 2009, 470.

<sup>24</sup> Prospetta tale lettura PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1307, ma aderendo poi alla ricostruzione delle azioni riscattabili come categoria in senso tecnico. Diversamente, GALLETTI (nt. 19), 1635, il quale, pur osservando che la soggezione al riscatto non sembra agevolmente inquadrabile in un “diritto diverso” valido a costituire una categoria, ritiene che la qualificazione in termini di categoria discenda direttamente dall’art. 2437-*sexies* c.c.

<sup>25</sup> In tal senso, per tutti, NOTARI (nt. 21), 600 ss.; TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 967 s.; già prima della riforma MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 121 ss., secondo cui, per affermare la sussistenza di una categoria, occorre guardare al complessivo fascio di rapporti giuridici incorporati in un gruppo di azioni, onde valutarne la differenza con le altre.

<sup>26</sup> Così come la posizione di aspettativa giuridica riconducibile in capo al titolare di azioni automaticamente riscattabili.

<sup>27</sup> NOTARI (nt. 21), 603; in senso conforme, fra altri, SFAMENI (nt. 21), 143, nt. 171; DI BITONTO, *L’inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-*sexies* c.c.*, in *Società*, 2008, 420; 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, 231; PACIELLO, sub art. 2437-*sexies*, in *Società di capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d’Alcontres, vol. II, Napoli, 2004, 1145; LIBONATI, *Diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2005, 252; v. pure CIOCCA (nt. 8), 46, che osserva, sotto il profilo della diversificazione del contenuto intrinseco delle partecipazioni, che la riscattabilità incide in potenza sul vincolo di destinazione delle risorse all’attività sociale, rendendo possibile la percezione anticipata della liquidazione dell’investimento, che è invece in principio destinato ad

Coerente con questa impostazione è la conseguenza che la delibera dell'assemblea generale modificante in senso peggiorativo le condizioni di riscatto (non solo quando lo stesso sia azionabile per iniziativa del socio titolare dell'azione di categoria, ma anche quando sia subito da quest'ultimo) deve essere approvata – per essere efficace – dall'assemblea speciale di cui all'art. 2376 c.c.<sup>28</sup>

Ciò chiarito, occorre interrogarsi sulle ulteriori possibilità di modulazione del riscatto statutario, ed in particolare degli eventuali limiti entro cui è possibile perseguire una “personalizzazione” dello stesso.

A tal proposito, viene anzitutto in rilievo la figura delle azioni con prestazioni accessorie. Come visto in precedenza, nessun dubbio sussiste in ordine alla possibilità di prevedere il riscatto di tali azioni come misura sanzionatoria in caso di mancato adempimento delle prestazioni da parte del titolare, rappresentando anzi tale ipotesi una delle più frequenti applicazioni della fattispecie nella prassi statutaria. Ferma l'eccezionale possibilità riconosciuta per legge di configurare in tal caso “azioni speciali singole”<sup>29</sup> e tralasciando il problema dell'effettiva qualificazione in termini di categoria di tali azioni, qualora più siano i titoli incorporanti le prestazioni<sup>30</sup>, resta peraltro indubbio che il requisito della riscattabilità rimane anche qui *prerogativa della partecipazione*, a prescindere dal particolare soggetto che le sottoscrive, obbligandosi alla prestazione accessoria. Infatti, in caso di trasferimento della/e azioni (con il necessario consenso degli amministratori *ex art. 2345*, comma 2°, c.c.) esse continuano a essere riscattabili, alle medesime condizioni, anche in capo al nuovo titolare.

Ugualmente, nessun principio sembra opporsi alla possibilità di configurare la soggezione (o il diritto) al riscatto come “*diritto di quota*”<sup>31</sup>, collegato cioè alla

---

essere vincolato fino alla scadenza della società, con riferimento alle altre. Non sembra, però – come parrebbe pretendere l'A. – che questa (incontestabile) differenziazione possa condurre a qualificare le azioni riscattabili come categoria in senso tecnico anche nell'ottica della tesi restrittiva in ordine alla portata della locuzione “diritti diversi” di cui all'art. 2348 c.c. A ben vedere, infatti, il possibile disinvestimento anticipato dalla società che caratterizza le azioni riscattabili avviene *contro* la volontà del socio e non in esercizio di un diritto soggettivo allo stesso riconosciuto.

<sup>28</sup> V. CIOCCA (nt. 8), 46; NOTARI (nt. 21), 603, nt. 23. Per un'ipotetica prospettiva interpretativa alternativa in ordine alla tutela dei titolari di una categoria di azioni riscattabili dinanzi a sopravvenute modifiche peggiorative dei termini di riscatto v. peraltro *infra*, Cap. III, par. 6. Non condivisibile pare l'opinione di GALLETTI (nt. 19), 1635, secondo cui – ferma la qualifica in termini di categoria tanto delle azioni riscattabili, quanto di quelle “riscattande” – l'art. 2376 c.c. sarebbe concretamente applicabile solo alle seconde.

<sup>29</sup> V. NOTARI (nt. 21), 597, testo e nt. 14, secondo cui non solo deve ritenersi impossibile ricondurre al concetto di categoria l'ipotesi in cui un “diritto diverso” sia attribuito ad una singola azione, ma deve altresì negarsi la stessa ammissibilità della creazione di azioni speciali singole, se non nei casi previsti in via eccezionale dalla legge (quale, appunto, quello delle azioni con prestazioni accessorie). Nel senso della possibile emissione di una singola azione incorporante l'obbligo di apportare prestazioni accessorie già BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004, 851 s.; in senso dubitativo PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1994, 359, nt. 62.

<sup>30</sup> In tema, vedi, fra altri e con posizioni differenziate, NOTARI (nt. 21), 604, BARTALENA (nt. 29) 848 ss.; PISANI MASSAMORMILE (nt. 29), 360 ss.; BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 2\*, Torino, 1991, 47.

<sup>31</sup> Sul cosiddetto “diritto di quota” v., per cenni, NOTARI (nt. 21), 601.

partecipazione in certa misura al capitale sociale o comunque al superamento (o al mancato superamento) di soglie fissate nello statuto.

In quest'ottica, è, ad esempio, possibile prevedere – sulla scia di quanto previsto dall'art. 108 t.u.f. – forme statutarie di “*sell-out*”, riconoscendo a minoranze qualificate (vuoi in quanto in possesso di una percentuale minima di capitale sociale, vuoi perché al di sotto di una prefissata soglia di partecipazione) il diritto di ottenere l'acquisto delle proprie partecipazioni da parte del socio di maggioranza<sup>32</sup>.

A differenza della categoria, ove vi è una predeterminazione delle azioni portatrici del diritto (o della soggezione) al riscatto, in tali ipotesi la posizione soggettiva può *astrattamente* spettare in ogni momento della vita della società a qualsiasi azione, fermo restando che, *in concreto*, oggetto di riscatto saranno le sole azioni detenute da soggetti che integrino i requisiti quantitativi di partecipazione previsti nello statuto<sup>33</sup>.

Pur valorizzandosi innegabilmente l'elemento personalistico, è del resto indubbio che in tal caso la riscattabilità costituisce una prerogativa che a priori riguarda *potenzialmente* le partecipazioni di tutti gli azionisti, salvo che, volta a volta, solo quelli che si trovino nelle condizioni previste dallo statuto possono ottenere (o subire) il riscatto delle proprie azioni.

Ed, invero, non sembra possibile nelle società per azioni spingersi alla creazione per statuto di “diritti particolari”, e cioè – mutuando lo schema che nella s.r.l. è la regola, ogni qual volta s'intenda modificare il contenuto tipico della partecipazione sociale, ai sensi dell'art. 2468, comma 3°, c.c. – riconosciuto al singolo socio in quanto tale, a prescindere dal collegamento con il dato astratto e impersonale dell'azione<sup>34</sup>. Secondo l'insegnamento tradizionale e consolidato, infatti, uno dei capisaldi della società azionaria (già denominata in passato, e non caso, “anonima”) è rappresentato dal fatto che essa “conosce e si rapporta con le azioni, ma non conosce

---

<sup>32</sup> Ad esempio, il diritto dei soci che abbiano una partecipazione pari od inferiore ad dieci per cento del capitale sociale di vendere le proprie partecipazioni al socio che venga ad acquisire azioni di valore complessivo pari almeno al novanta per cento del capitale sociale, onde consentire alla minoranza la fuoriuscita dalla società in situazioni in cui la presenza di un socio “forte” potrebbe rendere difficile trovare un acquirente disposto al subentro nella compagine sociale.

Ancora, potrebbe essere improntato al meccanismo di cui al testo un segmento di una delle possibili configurazioni della c.d. clausola di *tag-along*, e cioè di quel congegno statutario in virtù del quale, al momento della negoziazione con un terzo della vendita della partecipazione di controllo, il socio (o i soci) di maggioranza hanno l'obbligo di procurare l'acquisto, alle medesime condizioni, delle partecipazioni dei soci di minoranza. In particolare, è possibile che lo statuto preveda – quale sanzione alternativa all'obbligo indennitario previsto dall'art. 1381 c.c. – che, in caso di impossibilità di procurare la vendita, i soci di minoranza (c.d. soci aggregati) abbiano *il diritto potestativo di vendere* la proprie azioni al socio di maggioranza, a meno che quest'ultimo rinunci alla cessione della propria partecipazione. Sul punto, anche per l'indicazione delle ulteriori “sanzioni” previste nella prassi statutaria, vedi MALIMPENSA (nt. 27), 236 s. Sulla clausole di “*tag-along*” cfr. pure, da ultimo, D'ALESSANDRO, *Patti di co-vendita* (tag along e drag along), in *Riv. dir. civ.*, 2010, 394 ss.

<sup>33</sup> Per una considerazione analoga, riguardo alla clausola statutaria di riscatto potestativo avente ad oggetto (potenzialmente) tutte le azioni, al verificarsi di circostanze soggettivamente riferite ai soci, v. *retro*, nota 20.

<sup>34</sup> Dal che conseguirebbe in principio l'estinzione del “diritto particolare” in caso di cessione delle azioni da parte del socio cui lo stesso sia personalmente riconosciuto, conformemente a quanto sostenuto dalla dottrina maggioritaria in ordine al regime legale della circolazione della quota del socio di s.r.l. titolare di diritti particolari: sul punto v., da ultimo, SANTAGATA, sub *art. 2648, B) I diritti particolari dei soci*, in *S.r.l. - Commentario*, a cura di Dolmetta e Presti, Milano, 2011, 304.

e non si rapporta con gli azionisti”<sup>35</sup>. In quest’ottica, ai sensi dell’art. 2348 c.c. la possibilità di derogare al principio di uguaglianza delle posizioni soggettive incorporate nelle azioni passa, secondo un criterio oggettivo, per la creazione di categorie di azioni<sup>36</sup>, contraddistinte da “diritti diversi”. Pertanto, così come deve ritenersi in principio preclusa la possibilità di attribuire posizioni soggettive differenziate a singole azioni, allo stesso modo (e a maggior ragione) va escluso che tale attribuzione possa riguardare il singolo azionista<sup>37</sup>.

Ne deriva che, in relazione al riscatto, la “personalizzazione” statutaria può al massimo concretizzarsi nella previsione di circostanze o caratteristiche potenzialmente riguardanti l’indeterminato socio (*i.e.* tutti i soci della società, presenti e futuri)<sup>38</sup> per l’individuazione delle azioni assoggettabili a riscatto o titolari del diritto ad essere acquistate (stabilendo a tal fine soglie quantitative di partecipazione al capitale sociale fisse, minime o massime e/o presupposti di riscatto concernenti situazioni in senso ampio riferite ai soci); non invece nel riconoscimento della soggezione (o del diritto) al riscatto<sup>39</sup> in capo al singolo socio, nominalmente individuato<sup>40</sup>.

Resta da chiarire, stante la sussistenza di tale principio, quale sia la sorte delle clausole statutarie che, a dispetto dell’inammissibilità dei “diritti particolari” nelle società per azioni, dovessero comunque riconoscere le ricordate posizioni soggettive inerenti alle diverse forme di riscatto in capo ad uno o più azionisti singolarmente individuati in quanto tali.

Alla ipotetica qualificazione in termini di *nullità* della clausola per contrarietà alla disciplina legale del tipo<sup>41</sup>, si potrebbe contrapporre un’interpretazione più rispettosa del principio ermeneutico di conservazione del contratto. In particolare, potrebbe sostenersi che tali convenzioni, pur essendo collocate all’interno dello statuto sociale, abbiano in realtà valore di *patti parasociali*, come tali privi dell’efficacia “reale”

---

<sup>35</sup> Così NOTARI (nt. 21), 612.

<sup>36</sup> In quanto tali formate da una pluralità di azioni tra loro uguali (e cioè attribuenti i medesimi diritti, come risulta dal disposto del terzo comma dell’art. 2348 c.c.).

<sup>37</sup> In tal senso già, fra altri, MIGNOLI (nt. 25), 65 ss.; BIONE (nt. 30), 44 ss.; più di recente CAMPOBASSO (nt. 5), 204, nt. 9; GIAMPAOLINO, “Nuove” funzioni e questioni delle azioni di categoria, in *Studi per Franco Di Sabato*, III, Soc., 1, Napoli, 2009, 628; NOTARI (nt. 21), 613; SFAMENI (nt. 21), 177 ss.; ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, seconda ed., 2006, 69. LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO, sub art. 2348, in *Commentario Romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D’Alessandro, II, 1, Padova, 2009, 245. Per una recente apertura in senso contrario, v. M.B. PORTALE, *I diritti "particolari" del socio di S.p.A. (prime riflessioni sulla personalizzazione della società per azioni "chiusa")*, tesi di dottorato in Diritto commerciale interno ed internazionale, Università degli Studi di Brescia, ciclo XXII.

<sup>38</sup> Ovvero – occorre aggiungere – tutti i titolari (attuali e futuri) delle sole azioni di categoria, dal momento che i presupposti *lato sensu* soggettivi al fine della concreta individuazione delle azioni oggetto di riscatto potrebbero essere previsti esclusivamente in relazione ad un già predeterminato gruppo di azioni. Per la precisazione che un diritto di quota potrebbe essere attribuito come “diritto diverso” ad una categoria di azioni, cfr. NOTARI (nt. 21), 601, nt. 21. E vedi la precedente nota 20.

<sup>39</sup> Così come dell’aspettativa giuridica all’acquisto, in caso di riscatto automatico.

<sup>40</sup> In quest’ultimo senso v. NOTARI (nt. 21), 612; CIOCCA (nt. 8) 46; conforme, ANGELICI (nt. 6), 42.

<sup>41</sup> Cfr. SFAMENI (nt. 21), 180 ss.

propria delle previsioni statutarie<sup>42</sup>. Sposando questa tesi, l'efficacia del patto sarebbe limitata ai soli soggetti consenzienti, con esclusione quindi dell'automatico subentro nelle posizioni soggettive attive o passive da parte di eventuali terzi acquirenti, in particolare nel caso in cui soggetti designati quali riscattanti siano i soci<sup>43</sup>.

### 3) *I soggetti riscattanti: A) la società e i soci.*

Segnati i confini entro cui è possibile plasmare per statuto, e con valore pienamente sociale, le azioni oggetto di riscatto, è il caso ora di focalizzarsi sulla possibile modulazione dei soggetti investiti, a seconda dei casi, del diritto potestativo di riscatto o, in caso di riscatto obbligatorio, delle posizioni soggettive passive che fanno da *pendant* al diritto riconosciuto in capo al titolare delle azioni.

i) Muovendo anzitutto dall'analisi del riscatto potestativo, risulta dalla lettera dell'art. 2347-*sexies* c.c. che i legittimati attivi al riscatto possono essere la società "o" i soci. Nonostante l'uso della congiunzione avversativa possa far pensare il contrario, non sembra imporsi in tal modo una preventiva rigida scelta statutaria di attribuzione del potere di riscatto ai soli soci ovvero alla sola società. Non sembrano, infatti, essendoci ragioni plausibili per negare la possibilità di attivare il congegno del riscatto azionario tanto ai primi quanto alla seconda, in via cumulativa o subordinata<sup>44</sup>.

L'indicazione testuale della norma, che consente allo statuto di prevedere il riscatto da parte "dei soci" sembra inoltre di per sé troppo esile per imporre, sempre e comunque, di riconoscere in capo a *tutti* i soci diversi dal titolare delle azioni concretamente oggetto di riscatto il relativo potere. Un ostacolo interpretativo più significativo parrebbe, piuttosto, essere costituito dal già segnalato rinvio contenuto nell'art. 2347-*sexies* c.c. all'art. 2347-*quater* c.c., al cui primo comma si prescrive l'offerta in opzione delle azioni del socio receduto agli *altri soci* in proporzione alle rispettive partecipazioni; con la precisazione della possibilità di esercitare il diritto di prelazione sull'opionato, ove la relativa volontà sia dichiarata al momento dell'esercizio dell'opzione (v. comma 3°)<sup>45</sup>. A ben vedere, tuttavia, in caso di recesso il diritto riconosciuto in capo ai soci deriva da un'iniziativa del socio receduto e trova giustificazione nella volontà del legislatore di evitare, per quanto possibile, di fare

---

<sup>42</sup> NOTARI (nt. 21), 613; nello stesso senso, prima della riforma, RESCIO (nt. 1), *La distinzione*, 649. In generale, in ordine alla possibile rilevanza del parasociale anche quando inserito nel contesto statutario v. *retro*, par. 1, nt. 1; per un'opinione contraria, con riferimento specifico alla questione della personalizzazione di diritti in capo al singolo socio, v. SFAMENI (nt. 21), 180, nota 255, secondo cui la possibilità di inserire un patto parasociale nello statuto determinerebbe una (non consentita) deviazione dalla disciplina degli effetti della pubblicità commerciale.

<sup>43</sup> Pare doversi escludere, invece, che l'accordo fra i soci volto a riconoscere in capo al singolo socio il diritto (o la soggezione) al riscatto da parte della società – stante la sua natura parasociale – possa produrre effetti nei confronti di quest'ultima. A tal fine, sembra quindi necessaria la stipulazione di un espresso patto di opzione fra il socio interessato e la società.

<sup>44</sup> Rilievo diffuso in dottrina: v. PISANI MASSAMORMILE (nt. 24), 1308; DI BITONTO (nt. 27), 420 s.; GALLETTI (nt. 19), 1635.

<sup>45</sup> Nel senso che, in caso di azioni riscattabili da parte dei soci, ad essi occorrerebbe offrire le azioni "nel rispetto della parità di trattamento", v. PACIELLO (nt. 27), 1148.

cadere sul patrimonio sociale l'onere economico *dell'exit*, garantendo al contempo il rispetto delle posizioni di forza esistenti fra i soci che restano in società. Diversa è invece l'ipotesi in cui s'intenda, in esercizio dell'autonomia statutaria, attribuire ai soci il diritto di acquisire unilateralmente partecipazioni sociali al verificarsi di determinate circostanze. Allo stesso modo, infatti, in cui pare possibile riconoscere solo ad alcuni azionisti il diritto di prelazione in caso di cessione delle partecipazioni<sup>46</sup>, così pure la medesima possibilità deve ammettersi in relazione all'imputazione del potere di riscatto<sup>47</sup>.

Ne deriva che al richiamo all'art. 2437-*quater* c.c. *in parte qua* (del resto effettuato nei limiti della compatibilità) può tutt'al più riconoscersi funzione integrativa, al fine di individuare i soggetti legittimati e le modalità d'esercizio del riscatto, là dove lo statuto faccia genericamente riferimento ai soci, senza null'altro specificare<sup>48</sup>.

Circa le possibili alternative statutarie al regime di *default*, in primo luogo può senz'altro ammettersi che il potere di riscatto venga riconosciuto, quale "diritto diverso" *ex art.* 2348 c.c., ad una particolare categoria di azioni (allora "azioni riscattanti")<sup>49</sup>, con le relative conseguenze in termini di disciplina applicabile (: necessità della delibera dell'assemblea speciale *ex art.* 2376 c.c. in caso di decisioni pregiudizievoli assunte dall'assemblea generale).

Ancora, nulla vieta di prefigurare il diritto potestativo di riscatto quale "diritto di quota". Come si è già accennato in precedenza<sup>50</sup>, è ad esempio possibile prevedere forme di "freeze-out" delle minoranze azionarie, attribuendo ai soci titolari (nel minimo) di una determinata partecipazione al capitale sociale con diritto di voto, il diritto di acquistare coattivamente le altre azioni, al verificarsi di determinate circostanze.

In particolare, potrebbe garantirsi per questa via ai soci detentori della partecipazione di controllo – in presenza di un'offerta ricevuta da un terzo interessato all'acquisto della totalità delle azioni – il diritto di riscattare le azioni degli altri soci, onde poter procedere alla successiva vendita dell'intero pacchetto azionario. Pur

---

<sup>46</sup> Per la possibile configurazione di categorie di azioni incorporanti il diritto di prelazione v., ad esempio, NOTARI (nt. 21), 612.

<sup>47</sup> In quest'ottica, al principio di parità di trattamento non può attribuirsi valenza preclusiva dell'ammissibilità della clausola statutaria tesa a predeterminare i soci riscattanti, quanto, piuttosto, di indice alla luce del quale ricostruire le regole deliberative preposte all'introduzione della clausola stessa in statuto.

<sup>48</sup> CIOCCA (nt.8), 47, testo e nt. 79.

<sup>49</sup> GALLETTI (nt. 19), 1637; NOTARI (nt. 21), 612; CIOCCA (nt. 8), 47.

Nell'ambito della categoria sarà poi possibile stabilire criteri di esercizio del riscatto rispettosi della parità di trattamento fra i titolari: oltre all'opzione sulle azioni riscattabili in proporzione al numero di azioni di categoria possedute da ciascuno, con eventuale diritto di prelazione sull'intero pacchetto (sulla scia dell'art. 2437-*quater* c.c.), è possibile ipotizzare che il diritto potestativo dell'azionista di categoria abbia ad oggetto l'intero pacchetto azionario in concreto riscattabile: in tal caso, ove più azionisti decidessero di esercitare il riscatto, ciascuno acquisterebbe in proporzione al numero di azioni possedute. Il vantaggio di quest'ultima soluzione operativa, rispetto alla prima, consiste nella possibilità di evitare forme di riscatto parziali, che potrebbero non rispondere alla finalità della clausola, specie nel caso in cui sia orientata all'esclusione del socio, al verificarsi delle condizioni previste in statuto.

<sup>50</sup> V. *retro*, Cap. I, par. 3, sub A).

seguendo un meccanismo giuridico diverso<sup>51</sup>, si potrebbero assecondare in tal modo i medesimi interessi (evitare, cioè, nell'interesse sociale, che la gestione sociale sia intralciata da comportamenti opportunistici della vecchia minoranza nei confronti della nuova maggioranza, mantenendo al contempo una comunanza di sorti della compagine sociale nella cessione delle partecipazioni sociali, dato che si verifica un disinvestimento congiunto)<sup>52</sup> che giustificano l'introduzione in statuto della cosiddetta clausola di *drag-along*.

Va esclusa, invece, la possibilità di una più radicale personalizzazione dei soggetti riscattanti, in particolare individuando nominalmente il socio o i soci titolari del relativo potere<sup>53</sup>: ciò in quanto – come si è già avuto modo di osservare – nelle società per azioni non è consentito prevedere statutariamente “diritti particolari” in capo a singoli soci (ferma solo, in caso contrario, la possibile riqualificazione della clausola in termini di patto parasociale).

*ii)* Considerazioni non dissimili a quelle che precedono valgono per le ipotesi statutarie di riscatto obbligatorio.

In conformità alla fattispecie disciplinata dall'art. 2355-*bis* c.c. – che funge da archetipo della figura – pare possibile infatti imporre un obbligo di acquisto in capo alla “società” o agli “altri soci”.

Specie quando si preveda, sulla scia dell'ipotesi legale, non una soggezione all'altrui opzione alla vendita, ma un obbligo di addivenire alla conclusione di un contratto di compravendita (coercibile *ex art. 2392 c.c.*)<sup>54</sup>, non sembra da escludere che si prevedano obblighi di acquisto subordinati: ad esempio, chiamando

---

<sup>51</sup> In caso di “*drag-along*”, infatti, in capo al socio di minoranza “trascinato” sorge un obbligo di cessione della propria partecipazione al terzo, unitamente a quella del socio di maggioranza, generalmente alla stesso prezzo unitario *pro azione* pattuito da quest'ultimo con l'acquirente. A seconda della formulazione concreta della clausola, a tal fine potrà essere attribuito al socio “trascinante”: *i)* un diritto potestativo al trascinamento, e cioè alla conclusione di un contratto preliminare a favore di terzo, in virtù del quale sorge in capo al socio trascinato l'obbligo nei confronti del terzo di stipulare il contratto definitivo di compravendita; *ii)* un mandato a vendere al terzo la partecipazione del socio trascinato; *iii)* un diritto di credito alla prestazione da parte del trascinato, obbligato a concludere la compravendita della sua partecipazione con il terzo: sul punto v. MALIMPENSA (nt. 27), 235, testo e nota 24.

<sup>52</sup> In tema, da ultimo, RESCIO (nt. 8), 12.

<sup>53</sup> Cfr. CIOCCA (nt. 8), 47; NOTARI (nt. 21), 612; GALLETTI (nt. 19), 1637. Di parere opposto, pur non argomentando sul punto, DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento* (“*drag-along*”), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, 180, il quale *en passant* ritiene possibile riconoscere in capo ai soci un potere di riscatto “anche a titolo personale”.

<sup>54</sup> Cfr. STANGHELLINI, sub art. 2355-*bis*, in NOTARI (a cura di), *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c.*, nel *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 579, testo e nt. 47, secondo cui – nell'ipotesi prevista dall'art. 2355-*bis* c.c. – ove non venga presentata l'offerta d'acquisto dai soggetti obbligati entro il termine previsto dallo statuto, o comunque in un termine congruo *ex art. 1183 c.c.*, il rifiuto di gradimento è da considerarsi inefficace e il socio può liberamente cedere al soggetto cui è stato negato il gradimento (ovvero, nel caso in cui la cessione sia già stata perfezionata, quest'ultimo può essere iscritto nel libro dei soci). Dal momento che, tuttavia, nelle more l'affare potrebbe essere sfumato, si aggiunge che resta al socio la possibilità di agire per l'esecuzione in forma specifica *ex art. 2392 c.c.* dell'obbligo di acquisto (oltre, che – in alternativa – per il risarcimento del danno per equivalente). Si esprime, invece, in senso contrario all'esperibilità di tali ultimi rimedi – con riferimento all'ipotesi di obbligo gravante sui soci – MALTONI, *La clausola di mero gradimento “all'italiana”*, in *Riv. not.*, 2004, 1390, il quale riqualifica l'obbligo di acquisto come onere.

all'acquisto la società, volta spirato inutilmente il termine per l'acquisto da parte dei soci.

Quanto a quest'ultimi, al di là della "naturale" ripartizione della posizione soggettiva passiva in capo a tutti i soci diversi dal titolare delle azioni oggetto di riscatto, in proporzione alle quote di partecipazione da ciascuno detenute, non paiono sussistere preclusioni alla possibilità di far gravare l'acquisto su alcuni solo di essi, sempre che vi sia il consenso unanime degli interessati<sup>55</sup>. In particolare, aderendo alla sopra ricordata tesi che riconduce estensivamente ai "diritti diversi" costituenti il *proprium* della categoria azionaria anche le posizioni soggettive passive, si ritiene che l'autonomia statutaria possa creare una categoria azionaria caratterizzata dalla mera soggezione all'altrui diritto potestativo alla vendita (ovvero – se così modellata la clausola – dall'obbligo di procedere all'acquisto)<sup>56</sup> gravante sul predeterminato gruppo di azioni<sup>57</sup>. Infine, al di là della possibilità di selezionare i soggetti su cui gravano tali posizioni passive facendo riferimento a soglie quantitative di partecipazione variamente determinate, va ribadito anche in tal caso il *caveat* dell'impossibilità di personalizzarle in capo a soci nominalmente individuati, stante l'inammissibilità di disuguaglianze di trattamento giuridico fra gli azionisti sganciate da ogni riferimento oggettivo all'azione<sup>58</sup>.

---

<sup>55</sup> Con riferimento all'art. 2355-bis c.c., vedi, in senso conforme, CALLEGARI, *Le azioni e le regole di circolazione*, in *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosini, Torino, 2003, 114; STANGHELLINI (nt. 54), 579; FERRARA-CORSI (nt. 23), 444, nt. 2; *contra* cfr. MALTONI (nt. 54), 1386 ss. il quale ritiene assolutamente inderogabile il principio di proporzionalità, invocando l'applicazione analogica dell'art. 2347-*quater* c.c., per vero non richiamato – a differenza dell'art. 2437-*ter* c.c. – dall'art. 2355-bis c.c.

Il principio di proporzionalità parrebbe in realtà poter essere derogato anche sotto alto profilo, e cioè prevedendo che oggetto di acquisto, con riferimento a ciascun obbligato, sia l'intera partecipazione del socio titolare del diritto al riscatto: in tal modo si consentirebbe allo stesso di ottenere da un solo soggetto la liquidazione della partecipazione, fermo eventualmente il riconoscimento all'acquirente del successivo diritto di cedere in quota parte le azioni acquisite agli altri soci, in proporzione alle rispettive partecipazioni.

<sup>56</sup> Così come – occorre aggiungere – dalla posizione soggettiva di aspettativa giuridica che caratterizza il soggetto chiamato all'acquisto in caso di riscatto automatico.

<sup>57</sup> Ove si aderisse a un'accezione omnicomprensiva di "prestazione accessoria", come integrante non solo prestazioni direttamente funzionali all'attività sociale, ma qualsiasi *facere* asservito al perseguimento di un apprezzabile interesse comune al gruppo dei soci e rientrante fra quelli regolabili nel contratto di società (v., in tal senso, RESCIO (nt. 8), 4, nt. 13, richiamando le tesi di BERTOLOTTI, *Società con prestazioni accessorie*, Milano, 2008, specie 275 ss.) potrebbe addirittura ritenersi possibile l'emissione *ex art.* 2345 c.c. di una sola azione incorporante l'obbligo di acquisto delle azioni "riscattande".

<sup>58</sup> Non si condivide, pertanto, l'opinione espressa in FERRARA-CORSI (nt. 23), 444, nt. 2, con riferimento all'ipotesi di cui all'art. 2355-bis c.c., in base alla quale sarebbe possibile far gravare sul singolo socio l'obbligo di acquisto. Come già osservato, a tale previsione statutaria potrebbe riconoscersi tutt'al più valore di patto parasociale.

Anche per le s.r.l è del resto discusso se sia possibile attribuire (non "diritti particolari" ma) posizioni soggettive negative a singoli soci nominalmente individuati: in senso contrario, da ultimo, ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da Schlesinger e diretto da F. Busnelli, tomo 1, Milano, 2010, 528; per l'opinione favorevole si veda, per tutti, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 95*, in *Massime notarili in materia societaria, elaborate dalla Commissione per i principi uniformi in tema di società*, IV ed., Milano, 2009; ammette la previsione statutaria di doveri particolari, negando tuttavia l'applicazione ad essi del regime previsto dall'art. 2468 c.c. per i diritti particolari del socio, SANTAGATA (nt. 34), 288.

4) Segue: B) *La portata del rinvio al procedimento di liquidazione di cui all'art. 2437-*quater* c.c. in ipotesi di riscatto potestativo e il problema della sua applicazione analogica al riscatto obbligatorio.*

Sempre in tema di soggetti legittimati (od obbligati) al riscatto, un problema interpretativo ulteriore concerne il rapporto con il procedimento di liquidazione previsto in caso di recesso. In relazione al riscatto potestativo, tale questione sorge in virtù del già ricordato espresso rinvio all'art. 2347-*quater* c.c., sia pur nei limiti della compatibilità, contenuto nell'art. 2437-*sexies* c.c. Quanto al riscatto obbligatorio, invece, è l'affinità funzionale di tale fattispecie con il recesso che porta ad chiedersi se (ed eventualmente in che limiti) il procedimento previsto dalla norma debba trovare applicazione in via analogica.

a) In argomento, devono anzitutto escludersi ricadute applicative della disposizione in questione nell'ipotesi in cui il potere (o l'obbligo) di riscatto sia riconosciuto ai (o gravi sui) *soci*<sup>59</sup>.

Infatti, il conferimento per statuto di un diritto potestativo all'acquisto in capo ai soli soci, dagli stessi liberamente esercitabile corrispondendo il prezzo di riscatto, esclude *a priori* la necessità del coinvolgimento di risorse di terzi o della società, previsto invece nel procedimento di cui all'art. 2437-*quater* (in particolari ai commi 4°, 5° e 6°) al fine di garantire la liquidazione del recedente<sup>60</sup>. Né tale coinvolgimento può dirsi necessario nel caso i soci siano chiamati ad un acquisto obbligatorio: salvo che lo statuto disponga diversamente<sup>61</sup>, infatti, la clausola è da interpretarsi come volta a convogliare l'uscita del titolare delle azioni "riscattande" unicamente per il tramite di un atto di cessione "imposto" agli altri (o ad alcuni dei) soci, ferma restando la possibilità di esperire i comuni rimedi giudiziari in caso di inadempimento<sup>62-63</sup>.

b) Apparentemente più problematica, sotto il profilo ora in esame, è invece l'ipotesi in cui il riscatto spetti alla (o gravi sulla) società, dal momento che in tal caso le ricadute sul patrimonio sociale dell'esercizio del riscatto potrebbe generare il dubbio circa la necessità di rispettare in maniera piana l'ordine prefigurato dal legislatore per il recesso.

---

<sup>59</sup> Salvo il già segnalato valore "integrativo" da attribuirsi al primo comma dell'art. 2437-*quater* c.c., al fine di determinare la legittimazione e le modalità di esercizio del riscatto potestativo, là dove lo statuto si limiti ad un generico riferimento ai "soci".

<sup>60</sup> In tal senso GALLETTI (nt. 19), 1640; CIOCCA (nt. 8), 49, PACIELLO (nt. 27), 1148.

<sup>61</sup> Vedi il precedente par. 3.

<sup>62</sup> A seconda dei casi, in particolare, l'inadempimento potrà avere ad oggetto: a) il pagamento del corrispettivo, qualora l'acquisto derivi dall'esercizio di una "*put option*" in capo al titolare delle azioni ovvero avvenga automaticamente al verificarsi del presupposto indicato nella clausola; b) la conclusione del contratto di acquisto, ove la clausola preveda un obbligo siffatto in capo al riscattante, ed, eventualmente, il pagamento del prezzo, volta perfezionata la vendita.

<sup>63</sup> In senso conforme alla soluzione proposta nel testo v. PACIELLO (nt. 27), 1148. Può osservarsi, del resto, che anche nell'ipotesi legale di cui all'art. 2355-*bis* c.c. – stante, fra l'altro, il mancato richiamo dell'art. 2437-*quater* c.c. nella disposizione *de qua* – si esclude la necessità di seguire i successivi *steps* del procedimento di liquidazione in caso di mancato acquisto da parte dei soci obbligati, considerandosi sanzione (ulteriore e alternativa) l'inefficacia in concreto della clausola di mero gradimento (v. *retro*, par. 3, nt. 54).

Sul punto pare opportuno distinguere le diverse forme di riscatto, pur se le conclusioni cui si riterrà di pervenire – lo si anticipa – saranno comuni.

b 1) Muovendo anzitutto dall'analisi del riscatto potestativo, può osservarsi che il requisito della "compatibilità", alla luce del quale va interpretato il rinvio all'art. 2437-*quater* c.c., impone di negare l'applicazione delle norme procedurali richiamate non in linea con il fatto che la liquidazione è in tal caso conseguenza dell'esercizio di un *potere* riconosciuto alla società e non, invece, un obbligo derivante dall'esercizio di un diritto di *exit* da parte del socio.

Ne deriva che debbono anzitutto ritenersi inapplicabili le disposizioni che importano il prioritario (ancorché solo eventuale) coinvolgimento di acquirenti diversi dalla società (soci e terzi: v. i commi 1°, 2° e 3° dell'art. 2437-*quater* c.c.). Al di là delle difficoltà operative che deriverebbero dall'accoglimento delle soluzioni opposte<sup>64</sup>, non ricorre, infatti, in tal caso quell'esigenza di contemperare interessi diversi (*i.e.* garantire l'interesse individuale del socio ad uscire dalla società, non sacrificando – per quanto possibile – l'interesse degli altri soci e dei terzi alla conservazione del patrimonio sociale) che ha portato il legislatore della riforma societaria del 2003 a rendere necessario il previo esperimento di meccanismi di rimborso del receduto non incidenti sulle risorse sociali<sup>65</sup>.

Del resto, la scelta statutaria di conferire il potere di riscatto alla società, senza possibilità di acquisto da parte di altri soggetti, può rispondere ad interessi sociali meritevoli di tutela. Basti pensare, a titolo esemplificativo, all'ipotesi in cui la

---

<sup>64</sup> Vedi quanto si osserva *infra* nel testo con riferimento all'ipotesi del riscatto obbligatorio.

<sup>65</sup> In tal senso, CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2005, 59, testo e nt. 32; CIOCCA (nt. 8), 49; PACIELLO (nt. 27), 1148; BUSANI-SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, in *Società*, 2012, 160. In senso contrario, MAGLIULO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari della nuova società per azioni*, Milano, 2004, 118, e GALLETTI (nt. 19), 1639, quest'ultimo, in particolare, argomentando sulla base dell'intangibilità della gradazione delle soluzioni liquidative previste dall'art. 2437-*quater* c.c. nell'interesse (anche) di situazioni giuridiche "esterne" alla società. Senonché, come si è detto nel testo, il riconoscimento di tale intangibilità anche nel caso di riscatto (potestativo) dovrebbe passare per la dimostrazione di un'omogeneità sostanziale con il recesso, che non è dato riscontrare.

Va osservato, d'altra parte, che ai fini del riscatto, in conformità a quanto avviene in ogni altro acquisto di azioni proprie, non è consentito un indiscriminato utilizzo delle risorse sociali, dovendosi rispettare (se "non finalizzato": v. *supra*, Cap. I, par. 2) le condizioni patrimoniali previste dall'art. 2357 c.c.. Non si capirebbe, in quest'ottica, il perché di un *surplus* di garanzie a difesa del patrimonio sociale (: la necessità di rivolgersi preliminarmente a soci e terzi) nella sola ipotesi di acquisto coattivo.

Piuttosto, sotto il profilo delle condizioni del riscatto, va anticipato che il contemporaneo rinvio effettuato nell'art. 2437-*sexies* all'art. 2437-*quater* c.c. e all'art. 2357 c.c. pone un problema di coordinamento, dal momento che nella prima disposizione si prevede (v. il comma 5°) un esonero dal limite quantitativo all'acquisto correlato al capitale sociale previsto (per le sole società che fanno ricorso al mercato del capitale sociale) dal terzo comma dell'art. 2357 c.c.: sul punto, v. *infra*, Cap. III, par. 4.

Va da sé, infine, che per le *clausole statutarie di riscatto potestativo "finalizzato"* alla riduzione del capitale sociale (in relazione alle quali, pure, si pone il problema del coordinamento con la richiamata disposizione in tema di recesso; v. *retro*, Cap. I, par. 4, nt. 130), va escluso l'onere della previa offerta delle azioni in opzione ai soci e sul mercato, così come lo stesso acquisto da parte della società ai sensi dell'art. 2437-*quater*, comma 5°, c.c.: ciò, oltre che per le differenze strutturali con il recesso, per il fatto che tali soluzioni postulano la conservazione delle azioni acquistate, laddove il riscatto finalizzato è teso proprio al loro annullamento. Sul punto v. CENTONZE (nt. 65), 82, nt. 104.

riscattabilità concerna azioni con prestazioni accessorie, là dove l'interesse della società all'apporto di tali prestazioni (spesso connotate da un'accentuata impronta personalistica) giustifica che sia proprio (e solo) la società a procedere all'acquisto coattivo, valutando poi in concreto se (e a chi) ritrasferirle<sup>66</sup>.

Infine, circa l'obbligo di riduzione del capitale o, a discrezione dei soci, di scioglimento della società (art. 2437-*quater*, comma 6°) la sua incompatibilità con il riscatto potestativo può essere agevolmente argomentata, rilevando "l'insensatezza dell'imposizione di un *obbligo* siffatto nell'ambito di una fattispecie di acquisto facoltativo delle proprie azioni"<sup>67</sup>. E, infatti, qualora al verificarsi delle circostanze previste nella clausola non dovessero sussistere le condizioni patrimoniali per procedere al riscatto ("non finalizzato") *ex* art. 2357 c.c., deve semplicemente ritenersi che la società *non possa esercitare il diritto potestativo* che lo statuto le riconosce<sup>68</sup>.

b 2) Le considerazioni che precedono dovrebbero rendere agevolmente comprensibile perché il problema di cui si discorre va affrontato da un differente angolo visuale quando sulla società gravi, invece che un potere, un obbligo di riscatto.

In prima battuta, in effetti, il fatto che in tale configurazione il riscatto non derivi da una libera scelta della società, ma sia dalla stessa subita (vuoi per l'esercizio di un'opzione alla vendita riconosciuta al socio, vuoi per l'esistenza di un obbligo di procedere all'acquisto imposto per statuto nell'interesse del titolare delle azioni da acquistare<sup>69</sup>) potrebbe portare a enfatizzare il parallelo con il recesso, ove pure, come

---

<sup>66</sup> In tal senso v. già CALVOSA (nt. 2), 253; e cfr. CENTONZE (nt. 65), 60.

<sup>67</sup> CENTONZE (nt. 65), 62; CIOCCA (nt. 8), 49; BUSANI-SAGLIOCCA (nt. 65), 160; implicitamente, PACIELLO (nt. 27), 1148. In senso contrario GALLETTI (nt. 19), 1639 s., sia pur esprimendo perplessità in ordine alla compatibilità con la fattispecie della soluzione dissolutiva (ove vi sia una delibera in tal senso dei soci, ovvero, ai sensi del settimo comma dell'art. 2437-*quater* c.c., sia stata accolta l'opposizione dei creditori alla deliberata riduzione).

<sup>68</sup> Con riferimento al riscatto statutario "finalizzato" alla riduzione reale del capitale sociale, l'inapplicabilità del segmento conclusivo del procedimento di liquidazione previsto in caso di recesso (art. 2437-*quater*, commi 6° e 7°, c.c.) può invece fondarsi su un duplice ordine di considerazioni: i) l'illogicità della sua sopravvivenza, una volta esclusa l'applicazione delle fasi procedurali ad esso prodromiche (v. la precedente nt. 65; e cfr. CENTONZE (nt. 65), 82, nt. 104); ii) la mancanza dell'*eadem ratio*, dal momento che, in caso di riscatto, la riduzione del capitale viene deliberata in via facoltativa onde rendere possibile il completamento o la realizzazione (a seconda che la riduzione segua o preceda il riscatto) del meccanismo di acquisto coattivo statutariamente previsto nell'interesse della società, mentre in caso di recesso la riduzione del capitale è una formalità resa necessaria (salva l'alternativa dello scioglimento) dall'esercizio del diritto di recesso da parte del socio, al fine di liquidarlo. Né l'eventuale dissoluzione dell'ente (a seguito dell'opposizione dei creditori alla delibera di riduzione) può dirsi conseguenza che si attaglia al riscatto "finalizzato", dal momento che essa trova nel recesso giustificazione nella volontà del legislatore di privilegiare l'interesse individuale all'*exit* su quello alla stessa conservazione della società, in ipotesi in cui nei confronti di quest'ultima né i soci, né i terzi investitori, né i creditori (confortati dal giudizio dell'autorità giudiziaria) abbiano dimostrato di nutrire più fiducia (vedi CAMPOBASSO (nt. 5), 513). Ne risulta, quindi, confermato che l'accoglimento dell'opposizione dei creditori alla delibera di riduzione in caso di riscatto potestativo "finalizzato" comporti – in principio – la preclusione della realizzazione dell'operazione (v. *supra*, Cap I, par. 4, nt. 130).

<sup>69</sup> O ancora, per la previsione di un riscatto automaticamente operante al verificarsi di determinate circostanze: fattispecie – quest'ultima – cui devono estendersi le considerazioni che seguono nel testo,

detto, la liquidazione della partecipazione del socio receduto s'impone alla società in virtù di un'iniziativa assunta dall'azionista; e, così, a ritenere applicabile (in via analogica) la sequenza procedimentale disegnata dal legislatore all'art. 2437-*quater* c.c.<sup>70</sup>

A uno sguardo più approfondito, vi sono tuttavia argomenti per mettere in discussione la bontà di tale, istintiva opzione interpretativa.

Anzitutto, sembra lecito dubitare che in caso di riscatto obbligatorio debba rispettarsi il segmento iniziale del procedimento di liquidazione previsto per il recesso, ai sensi del quale – come detto – si renderebbe necessario coinvolgere, ove possibile, soggetti diversi dalla società nel rimborso delle azioni da riscattare.

*In primis*, da un punto di vista operativo, è possibile osservare che, qualora la clausola preveda – in perfetta simmetria con il riscatto potestativo – che l'acquisto da parte della società avvenga in esercizio di un'opzione riconosciuta al socio titolare delle azioni “riscattande” (e quindi per il tramite di una mera dichiarazione unilaterale recettizia di quest'ultimo), parrebbe difficile conciliare l'istantaneità di tale meccanismo acquisitivo con quello dell'offerta in opzione agli altri soci e, in subordine, a terzi<sup>71</sup>. Ciò, a meno di non voler teorizzare una (invero improbabile) applicazione di questi segmenti procedurali “al rovescio”, e cioè successivamente alla realizzazione dell'acquisto “imposto” alla società.

In secondo luogo, e soprattutto – in conformità all'approccio metodologico che pare più congruo per ricostruire la disciplina delle ipotesi statutarie di riscatto obbligatorio – tale risultato interpretativo risulta confermato alla luce dell'analisi dell'ipotesi tipizzata dal legislatore all'art. 2355-*bis* c.c. Non deve sfuggire, infatti, che – pur in un'ottica di piena fungibilità tra lo strumento del recesso e quello dell'obbligo di acquisto da parte delle società al fine dell'efficacia della clausola di mero gradimento – tale disposizione, in relazione alla seconda ipotesi, si limita a richiamare la disciplina in tema di acquisto di azioni proprie (art. 2357 c.c.) e la

---

stante la condivisione con le altre fattispecie del carattere non “spontaneo” dell'acquisto da parte della società.

<sup>70</sup> Nel senso dell'applicazione analogica del procedimento di liquidazione previsto per il recesso in caso di riscatto obbligatorio gravante sulla società, v., infatti, SFAMENI (nt. 21), 170 ss. Con specifico riferimento al diritto potestativo ad ottenere il riscatto da parte delle società, in senso conforme, sia pur ritenendo *direttamente* applicabile l'art. 2437-*quater* c.c.: GALLETTI (nt. 19) e 1636, MAGLIULO (nt. 65), 120 (sulla base della già altrove criticata tesi secondo cui la disciplina dettata dall'art. 2437-*sexies* c.c. abbraccerebbe anche tale ipotesi: v. *retro*, Cap. I, par. 4); CIOCCA (nt. 8), 49, nt. 91 (argomentando dalla identità sostanziale fra il riscatto statutario costruito come “*put-option*” e recesso convenzionale).

<sup>71</sup> La medesima considerazione può estendersi al caso in cui l'acquisto istantaneo avvenga in esercizio di un diritto potestativo di riscatto riconosciuto alla società (e vale, dunque, a corroborare la soluzione contraria all'applicazione dell'art. 2437-*quater* c.c. *in parte qua*), nonché al riscatto automatico. Nell'ipotesi in cui, invece, la clausola sia costruita prevedendo un obbligo in capo alla società di acquistare le azioni del socio, l'ipotetico esercizio – prima della presentazione dell'offerta d'acquisto che sia imposta per statuto alla società – di un'opzione da parte dei soci in proporzione o l'offerta delle azioni sul mercato (ai sensi dei commi 1°, 2° e 3° dell'art. 2437-*quater* c.c.) potrebbero risultare comunque inappropriati, non appena si pensi che, così facendo, il socio potrebbe essere privato delle sue azioni a prescindere dalla manifestazione del suo consenso alla cessione, e quindi in radicale contrasto con la stessa finalità della clausola (: consentire all'azionista un'uscita volontaria dalla società).

norma che prevede i criteri di determinazione del valore delle azioni in caso di recesso (l'art. 2437-ter c.c.), mentre *non fa alcun riferimento all'art. 2437-quater c.c.*

È lo stesso legislatore, dunque, che giudica non necessario – ove la scelta statutaria di configurare una via di uscita a vantaggio dei soci cada sul riscatto obbligatorio in capo alla società – rispettare quella cautela procedimentale che, in caso di recesso, impone di far gravare solo in via sussidiaria l'onere del rimborso sul patrimonio sociale.

Non sembra, del resto, che questa disparità di disciplina possa essere giudicata come irrazionale: infatti, prevedendo un diritto di recesso, si conferisce in definitiva al socio un *potere di sciogliere il vincolo sociale* che lo lega alla società, destinato quindi, sia pur solo in potenza, a determinare l'annullamento della propria partecipazione (e dunque la riduzione del capitale sociale), se non addirittura, dopo la riforma del 2003, lo scioglimento dell'intera società (v. art. 2437-quater, commi 6° e 7°, c.c.)<sup>72</sup>. Proprio questa intensa tutela dell'interesse individuale del socio all'uscita dalla società giustifica, in funzione del bilanciamento di interessi contrapposti, la previsione di *steps* procedurali destinati a consentire, per quanto possibile, che le risorse patrimoniali della società non vengano intaccate, o che comunque non si verifichino gli effetti dissolutivi connaturati alla sostanza dell'istituto.

Diversamente, il riscatto obbligatorio si risolve in una *mera vicenda traslativa* avente ad oggetto azioni proprie, sebbene “imposta” alla società. Al pari di quanto accade in qualunque ipotesi di acquisto di azioni proprie, sembra dunque giustificato che la tutela del patrimonio sociale passi in tal caso dal solo rispetto dei limiti di cui all'art. 2357 c.c., non dischiudendosi, qualora ciò non sia possibile, quell'esigenza di procedere alla riduzione del capitale sociale che si pone in caso di recesso (con l'eventuale possibilità dello scioglimento della società).

Le differenze strutturali fra recesso e riscatto obbligatorio portano, infatti, a escludere, sulla scia di quanto previsto dall'art. 2355-bis c.c.<sup>73</sup>, che nel secondo caso

---

<sup>72</sup> Con ciò, ovviamente, non s'intende negare che, a differenza di quanto avveniva prima della riforma, quando lo scioglimento del vincolo sociale (e quindi l'estinzione della partecipazione) rappresentava, secondo il modello dell'art. 1372 c.c., la conseguenza fisiologica del recesso (v. *retro*, Cap. I, par. 4, nt. 119), alla luce della nuova disciplina dell'istituto tale scioglimento rappresenti solamente un'eventualità, potendo, ove possibile, il rimborso del receduto essere realizzato per il tramite di atti traslativi delle sue azioni (con acquirenti, in subordine, gli altri soci, i terzi o la società). Tuttavia, come si dice nel testo, proprio il fatto che, ancor oggi, l'esercizio del diritto di recesso possa risolversi in una vicenda estintiva della partecipazione sociale (ovvero, con significativa novità, della stessa società) pare costituire *l'elemento qualificante dell'istituto*, che consente di distinguerlo dalle forme di disinvestimento realizzate per il tramite di atti di cessione della partecipazione, ancorché “imposti” alla stessa società, come tipicamente accade nel caso del riconoscimento al socio di un'opzione alla vendita. Nel senso, invece, che dopo la riforma il diritto di recesso debba qualificarsi come diritto di “put” o opzione di vendita, DE NOVA, *Il diritto del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 329 ss.; e cfr. MALTONI (nt. 54), 1381, nt. 7.

<sup>73</sup> Il fatto che, in caso di mancato *placet*, solo prevedendo un diritto di recesso (e non un obbligo di acquisto in capo alla società) sia possibile, al verificarsi di condizioni ostative all'acquisto da parte della stessa ai sensi dell'art. 2437-quater, comma 5°, c.c., procedere alla successiva liquidazione della partecipazione tramite riduzione del capitale sociale o, in estrema *ratio*, allo scioglimento della società, è sottolineato da MALTONI (nt. 54), 1384 s., al fine di mettere in luce la maggior efficienza della clausola di mero gradimento che preveda il recesso come correttivo. Infatti, in tal caso si otterrebbe il risultato di impedire in ogni caso (: anche pena la sopravvivenza della stessa società) l'ingresso nella compagine sociale del soggetto sgradito. Viceversa, ove si opti per il correttivo

trovino applicazione le norme di cui al 6° e 7° comma dell'art. 2437-*quater* c.c., qualora non sia possibile addivenire all'acquisto delle azioni "riscattande" per carenza dei necessari presupposti legali<sup>74</sup>.

Ferma la ricostruzione in questi termini della disciplina *legale* delle ipotesi statutarie di riscatto obbligatorio, occorre infine valutare se l'applicazione delle norme da ultimo richiamate non possa piuttosto passare da una precisa *scelta contrattuale* in tal senso, volta ad aumentare le *chances* di uscita dalla società da parte del titolare delle azioni "riscattande".

Si tratta di questione che assume scarso rilievo nell'ipotesi tipizzata all'art. 2355-*bis* c.c., giacché – per comune opinione – l'impossibilità di onorare l'obbligo di acquisto per mancanza dei requisiti di cui all'art. 2357 c.c. determina in tal caso la mancata applicazione *in concreto* della clausola di mero gradimento. Da ciò consegue la piena efficacia nei confronti della società del trasferimento a favore dell'acquirente sgradito e quindi la fuoriuscita dell'alienante dalla compagine sociale<sup>75</sup>. Negli altri casi, viceversa, ove l'inoperatività del meccanismo di riscatto non schiude al socio le porte di tale via d'uscita "secondaria", del tema diviene evidentemente opportuno occuparsi.

In argomento, può osservarsi che, qualora il meccanismo statutario di riscatto obbligatorio prevedesse l'applicazione sussidiaria del segmento conclusivo del procedimento di liquidazione previsto dall'art. 2437-*quater* c.c., si determinerebbe la possibile concretizzazione di quelle conseguenze "estreme" (riduzione del capitale

---

dell'obbligo d'acquisto, l'impossibilità di procedere allo stesso in mancanza di una o più delle condizioni previste dall'art. 2357 c.c. determina la conseguenza di rendere efficace nei confronti della società la cessione all'acquirente cui sia stato negato il gradimento (v. appena *infra* nel testo). In questo secondo caso, pertanto, la tutela dell'interesse alla "personalizzazione" della società, cui è orientata la clausola, potrebbe dirsi depotenziata.

<sup>74</sup> In senso contrario, invece, oltre agli autori citati alla precedente nt. 70, v. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009, 276, note 251 e 253; una posizione differente è assunta da PACIELLO (nt. 27), 1148 s., il quale, pur ammettendo la necessità di deliberare la riduzione del capitale sociale onde procedere al rimborso delle azioni "riscattande", ove sia impossibile acquistarle ai sensi dell'art. 2357 c.c., esclude l'applicazione dell'art. 2437-*quater*, commi 6° e 7°, c.c. nella parte in cui rendono possibile lo scioglimento della società (per scelta assembleare o per accoglimento dell'opposizione dei creditori alla deliberata riduzione).

Nell'ottica della differente interpretazione prospettata nel testo, può osservarsi che la scelta dell'inserimento in statuto di una clausola di riscatto obbligatorio da parte della società in luogo di un recesso convenzionale potrebbe essere giustificata: *i*) nella prospettiva della tutela dell'interesse del socio uscente, dalla volontà di abbreviare i tempi di recupero dell'investimento, dal momento che si eviterebbe in tal modo la necessità di rispettare i segmenti procedurali (eventualmente infruttuosi) che si impongono nel recesso antecedentemente all'acquisto da parte della società che abbia risorse disponibili; *ii*) d'altra parte, nell'ottica della preservazione della stabilità della società, tale scelta potrebbe trovare ragione nella volontà di evitare che l'uscita del socio comporti le conseguenze "estreme", che, in caso di recesso, possono mettere a repentaglio la stessa sopravvivenza dell'ente. Sotto questo profilo, la preferenza per meccanismi di riscatto obbligatorio sarebbe indice della volontà dell'autonomia privata di attribuire una forma "edulcorata" di *exit* statutario, azionabile solo nella misura in cui – come detto – sia possibile il rispetto dei limiti patrimoniali previsti dall'art. 2357 c.c. al momento del verificarsi delle circostanze previste dalla clausola.

<sup>75</sup> Cfr., in tal senso, MALTONI (nt. 54), 1384; MELI, sub art. 2355-*bis*, in *Società di capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, vol. I, Napoli, 2004, 344; PASQUARIELLO, sub art. 2355-*bis*, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, I, Torino, 2009, 372; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, terza ed. Bologna, 2009, 96; implicitamente, STANGHELLINI (nt. 54), 579.

sociale e annullamento delle azioni; eventuale scioglimento della società) che si sono dette connaturate al recesso. Ne deriverebbe, pertanto, un sostanziale superamento dei limiti tipologici che valgono a discernere il riscatto obbligatorio, come fattispecie meramente traslativa della partecipazione sociale, dal recesso convenzionale e, di conseguenza, la necessità di applicare *integralmente* la disciplina prevista per quest'ultimo. In quest'ottica, la possibilità di salvare gli effetti della clausola statutaria passerebbe per la riqualificazione della fattispecie in termini di recesso, dovendosi, in caso opposto, concludere nel senso dell'illiceità della disposizione statutaria<sup>76</sup>.

5) Segue: C) *Il problema dell'attribuzione a terzi della qualità di riscattante.*

Un'ultima questione, non certo per rilievo, che occorre affrontare concerne la possibilità che per statuto il potere (o l'obbligo) di riscatto siano ricondotti in capo a *soggetti esterni* alla compagine sociale.

In tema, si è già avuto modo di osservare che, in relazione al riscatto potestativo, l'art. 2347-*sexies* c.c. è del tutto silente sul punto; né, occorre aggiungere, indizi in tal senso si rintracciano nell'ipotesi di riscatto obbligatorio tipizzata all'art. 2355-*bis* c.c.

*Prima facie*, e prospettando un'interpretazione fedele alla lettera di tali disposizioni, si potrebbe pertanto ritenere che il legislatore abbia tassativamente voluto circoscrivere la cerchia dei soggetti cui è possibile attribuire le posizioni soggettive attive e passive proprie dei soggetti riscattanti nelle varie forme statutarie di riscatto alla sola società o ai soli soci. Ciò in conformità con la natura organizzativa endosocietaria degli statuti sociali, che porta a negare in principio che quest'ultimi possano costituire la fonte di diritti e obblighi "sociali" per soggetti estranei alle dinamiche partecipative sociali<sup>77</sup>.

---

<sup>76</sup> In particolare, sembrerebbe senz'altro plausibile la riqualificazione in termini di recesso della clausola che prevedesse un diritto potestativo al riscatto da parte della società ovvero, ma con qualche dubbio in più, un obbligo di acquisto nell'interesse del socio. Parrebbe, invece, doversi concludere nel senso dell'illegittimità là dove fosse previsto un meccanismo di riscatto automatico, dal momento che in tal caso il fine perseguito non è quello di concedere un diritto di *exit* liberamente azionabile dal socio, ma predeterminare l'uscita del socio al verificarsi di determinate circostanze, a prescindere dalla volontà delle parti : v. *retro*, Cap. I, par. 2, sub c).

<sup>77</sup> In senso simile v. MALINPENZA (nt. 27), 231, nt. 13; DI BITONTO (nt. 27), 421.

Una questione in qualche misura accostabile si pone con riferimento all'individuazione statutaria dei soggetti deputati a esprimere il mero gradimento alla cessione della partecipazione, dal momento che l'art. 2355-*bis*, comma 2°, c.c. (a differenza dell'art. 2469 c.c., in materia di s.r.l.) impone testualmente che la scelta cada su "organi sociali" o su "altri soci". Di qui le differenti risposte circa la possibilità che la clausola indichi il terzo: in senso contrario, ad esempio, PASQUARIELLO (nt. 75), 371; VATTERMOLI, sub art. 2355-*bis*, in *La riforma delle società*, commentario a cura di Sandulli e Santoro, 2/I, Torino 2003, 179; in senso affermativo, TUCCI, *I limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, a cura di Abbadessa e Portale, 1, Torino, 2006, 636; DAL SOGLIO, sub art. 2355-*bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. I, Padova, 2005, 343 s., testo e nt. 71; STANGHELLINI (nt. 54), 575, nt. 33, pur segnalando (*ivi*, nt. 34) l'insussistenza di clausole siffatte nella prassi statutaria.

A ben vedere, tuttavia, l'adesione a questa lettura non comporta che *qualsiasi forma* di coinvolgimento di terzi nella vicenda acquisitiva del riscatto debba ritenersi preclusa, potendosi del resto soddisfare per questa via interessi meritevoli di tutela.

In particolare, dal principio sopra enucleato sembra conseguire la sola impossibilità di attribuire per statuto un potere (o un obbligo) di riscatto *direttamente* in capo a un terzo specificamente indicato (ovvero identificabile *per relationem*)<sup>78</sup>; potendosi poi chiedere se, in caso contrario, debba concludersi nel senso dell'illegittimità della clausola statutaria, ovvero della sua riqualificazione in termini di patto parasociale. Questa seconda soluzione si direbbe preferibile, potendosi richiamare sul punto le considerazioni già svolte in merito alle clausole che prevedano un "diritto particolare" a favore del socio riscattante<sup>79</sup>.

A diverse conclusioni sembra, invece, potersi pervenire nel caso in cui l'autonomia statutaria opti per meccanismi di coinvolgimento *solo eventuale* di terzi. In particolare, come già indicato prima della riforma<sup>80</sup>, è possibile che la clausola di riscatto – sul modello del contratto per persona da nominare (art. 1401 c.c.) – preveda che la società (o i soci) possano riservarsi al momento dell'acquisto (facoltativo o obbligatorio, a seconda dei casi) la facoltà di nominare il terzo che (accettando) acquista la titolarità delle azioni riscattate, subentrando nel relativo obbligo di pagamento del corrispettivo<sup>81</sup>. In tal caso, infatti, la clausola rimarrebbe "questione endosocietaria", continuando ad attribuire la posizione soggettiva attiva o passiva propria del riscattante alla società o ai soci, pur concedendo al titolare la facoltà dell'*electio amici*<sup>82</sup>. In mancanza della nomina, del resto, ai sensi dell'art.

---

<sup>78</sup> In tal senso, con riferimento al riscatto potestativo, MALIMPENSA (nt. 27), 231, nt. 13; implicitamente conforme DI BITONTO (nt. 27), 421; la medesima conclusione è accolta da DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *NGCC*, 2006, 398, pur muovendo dal (diverso) presupposto secondo cui il diritto di riscatto, quale diritto potestativo, deve essere necessariamente previsto da una norma giuridica che espressamente consenta ai soggetti di farvi ricorso nell'estrinsecazione della loro autonomia; in senso contrario, prima della riforma, CALVOSA (nt. 2), 271; dopo la riforma, ID., *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 198; CENTONZE (nt. 65), 52, nt. 7 (che pure si esprime in termini dubitativi sulla possibilità di far gravare sul terzo un obbligo di acquisto); RESCIO (nt. 8), 3, nt. 8.

<sup>79</sup> V. *retro*, par. 3.

<sup>80</sup> V. CALVOSA (nt. 2), 271.

<sup>81</sup> Dopo la riforma, in relazione al riscatto potestativo, cfr. DI BITONTO (nt. 27), 422, il quale *ivi*, alla nota 85, informa dell'inclusione di clausole così figurate negli statuti di società quotate nel mercato regolamento interno.

Va peraltro osservato che – come si avrà modo di precisare nel prosieguo – in caso di riscatto potestativo si ritiene che il pagamento del corrispettivo costituisca condizione necessaria per il perfezionamento della fattispecie acquisitiva: v. *infra*, Cap. III, par. 3.

<sup>82</sup> Con riferimento al riscatto potestativo, v. in tal senso MALIMPENSA (nt. 27), 231, nt. 13.

Considerazioni simili andrebbero estese all'ipotesi in cui lo statuto, sulla scia di quanto ammesso dalla dottrina maggioritaria in tema di meccanismi "correttivi" ai fini dell'efficacia della clausola di mero gradimento, prevedesse – al verificarsi degli eventi dedotti nella clausola – un obbligo in capo alla società di indicare un acquirente delle azioni da riscattare. Anche in tal caso, infatti, non vi sarebbe una diretta imposizione per statuto di un obbligo di acquisto in capo al terzo (ovviamente consenziente).

Sulla possibilità di modellare la clausola di mero gradimento sull'archetipo francese (v. MORTIER (nt. 19), 641 ss.), considerando correttivo sufficiente in caso di mancato *placet* l'indicazione di un terzo disponibile all'acquisto, v. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 32*, in *Massime notarili in materia societaria, elaborate dalla Commissione per i principi uniformi in tema di società*,

1405 c.c. gli effetti della cessione della partecipazione oggetto di riscatto si consoliderebbero in capo alla società (o ai soci) beneficiari del diritto potestativo (o acquirenti in virtù dell'esercizio dell'opzione alla vendita da parte del titolare delle azioni oppure dell'obbligo di acquistare sancito dallo statuto).

Il fatto che il terzo possa, per questa via, divenire titolare delle partecipazioni riscattate può rispondere, d'altra parte, ad esigenze di snellezza operativa: in particolare – come è stato osservato – si potrebbe consentire “l'ingresso in società di terzi senza ricorrere ad aumenti del capitale sociale e a conseguenti, necessarie esclusioni del diritto di opzione”<sup>83</sup>; ovvero – può aggiungersi – senza necessità di ricorrere ad un duplice atto traslativo (dal riscattato al riscattante e da questo al terzo) che, specie nel caso in cui all'acquisto proceda la società, comporterebbe la necessaria previa autorizzazione assembleare alla vendita delle azioni in portafoglio *ex art. 2357-ter*, comma 1°, c.c.

Soprattutto nel caso in cui il riscatto (da parte della società) sia motivato dalla perdita di requisiti soggettivi da parte del titolare delle azioni o dall'interruzione di prestazioni accessorie, tale istantaneo ricambio nella compagine sociale, con l'esclusione di soci non più graditi e l'ingresso in società di soggetti scelti fra quelli in possesso delle qualità richieste dallo statuto, consentirebbe di conservare la caratterizzazione personalistica della società o l'apporto alla stessa delle prestazioni accessorie senza incidere (anche solo *medio tempore*) sul patrimonio sociale. Né sembra possa invocarsi in senso contrario il rischio di abusi da parte degli

---

IV ed., Milano, 2009; STANGHELLINI (nt. 54), 580; MELI (nt. 75), 343; ABRIANI, *Gli adeguamenti obbligatori degli statuti delle società di capitali alla riforma del diritto societario*, in *Società*, 2003,1304; MALTONI (nt. 54), 1392, pur con alcuni distinguo; *contra*, PASQUARIELLO (nt. 75), 371; DAL SOGLIO (nt. 77), 351 s.; VATTERMOLI (nt. 77), 180.

Nell'ottica della tutela del diritto di *exit*, può osservarsi che la piana riproposizione di tale meccanismo per il coinvolgimento di terzi in casi di riscatto obbligatorio diversi dal mero gradimento (dove il socio potenzialmente “imprigionato”, in caso di mancato acquisto entro il termine previsto, può cedere la partecipazione all'acquirente in principio sgradito), potrebbe risultare poco “garantista”, dal momento che – in mancanza dell'indicazione del terzo acquirente da parte della società – non vi sarebbe un soggetto obbligato nei confronti del quale eventualmente agire *ex art. 2392 c.c.* per ottenere l'acquisto.

Per quanto concerne il riscatto potestativo, invece, un'ulteriore fattispecie da considerarsi astrattamente in linea con il con il principio enucleato nel testo è quella in cui il meccanismo di coinvolgimento di soggetti estranei alla compagine sociale previsto dalla clausola sia modellato sulla fattispecie del contratto a favore di terzo (art. 1411 c.c.): anche in tal caso, infatti, l'esercizio del potere di riscatto competerebbe alla società (o ai soci), ai quali sarebbe tuttavia riconosciuta la facoltà di deviare gli effetti dell'acquisto in capo ad un terzo. A differenza di quanto avviene nel contratto per persona da nominare, dove si verifica il subentro del soggetto nominato nell'intera posizione contrattuale, in tal caso lo stipulante (*i.e.* il riscattante) resterebbe peraltro parte sostanziale del contratto d'acquisto, continuando in particolare a gravare sullo stesso l'obbligo di pagamento del corrispettivo. Di qui, la scarsa probabilità dell'utilizzo pratico della figura, che, onde non risolversi in una donazione indiretta, richiederebbe la sussistenza di un interesse del riscattante sotteso alla stipulazione diverso dal mero spirito liberale: v. CALVOSA (nt. 2), 271; DI BITONTO (nt. 27), 421 s. Sulla differenza tra contratto a favore di terzo e quello per persona da nominare v., per tutti, PALAZZO, *Contratto a favore di terzo e per persona da nominare*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, II, 177 ss. Sul problema della capacità donativa attiva delle società lucrative v., da ultimo, RUOTOLO, *Atti gratuiti e scopo lucrativo (studio n. 26-2010/1)*, in CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO (a cura di), *Studi e Materiali*, Milano, n. 3 /2010, 807 ss.

<sup>83</sup> CALVOSA (nt. 2), 272; conforme, CENTONZE (nt. 65), 52, nt. 7.

amministratori, che potrebbero nominare quali acquirenti soggetti “amici”: la facoltà di nomina è, infatti, espressamente conferita dai soci nello statuto<sup>84</sup>.

Sotto altro profilo, in caso di riscatto obbligatorio, la possibilità per il riscattante (specie se socio) di nominare al momento dell’acquisto un terzo solvente interessato all’ingresso in società potrebbe rilevarsi opportuna in ipotesi in cui, mancandogli la liquidità necessaria per procedere al pagamento del prezzo, voglia evitare le conseguenze che potrebbero derivare dall’inadempimento. Ne uscirebbe in tal senso rafforzata la stessa tutela dell’interesse del titolare delle azioni “riscattande” a un pronto recupero dell’investimento, con una conseguente maggior efficienza del meccanismo di *exit*<sup>85</sup>.

---

<sup>84</sup> Per una considerazione simile, con riferimento alla facoltà di individuare gli acquirenti in caso di mancato gradimento (v. la precedente nota 82), ove pure vi è il rischio che la scelta degli amministratori cada su soggetti sgraditi ai soci (anche, eventualmente, perché vicini al *management*), v. STANGHELLINI (nt. 54), 580.

<sup>85</sup> Non può negarsi, peraltro, che si potrebbe verificare anche la possibilità opposta (e cioè che il riscattante in grado di adempiere al pagamento del corrispettivo nomini in maniera fraudolenta un terzo insolvente): è tuttavia – questo – un rischio che il socio accetta di correre nel momento dell’inserimento della clausola in statuto, del resto insito nella stessa natura (sotto questo profilo aleatoria) del contratto per persona da nominare.



### CAPITOLO III

## LE FATTISPECIE STATUTARIE DI RISCATTO POTESTATIVO DI AZIONI: PROFILI SPECIFICI

SOMMARIO: 1) Limiti statuari alla circolazione delle azioni e potere di riscatto: differenze, analogie e possibili conseguenze di disciplina; in particolare, i riflessi sull'introducibilità delle azioni riscattabili nelle società con azioni quotate. – 2) Le circostanze di riscatto. – 3) Modalità ed efficacia del riscatto. – 4) Le condizioni di esercizio del potere di riscatto da parte della società: profili problematici. – 5) Il corrispettivo del riscatto. – 6) L'introduzione *durante societate* e la modificazione dei meccanismi statuari di riscatto potestativo.

1) *Limiti statuari alla circolazione delle azioni e potere di riscatto: differenze, analogie e possibili conseguenze di disciplina; in particolare, i riflessi sull'introducibilità delle azioni riscattabili nelle società con azioni quotate .*

Dopo aver analizzato, nel secondo capitolo, i profili idonei ad un'analisi congiunta per tutte le forme di riscatto azionario statutario, s'intende ora concentrare l'attenzione su questioni che – quando non per oggetto, per peculiarità sistematiche – si ritiene opportuno affrontare isolatamente con riferimento alle sole clausole che prevedono un potere di riscatto su tutte o su parte delle azioni.

Primo, importante snodo interpretativo che, in tale ottica, occorre affrontare concerne il rapporto fra i limiti statuari alla circolazione delle azioni e il riscatto potestativo.

A tal proposito, pare indubbio che le ipotesi statuarie di riscatto potestativo non rappresentino un limite alla circolazione delle azioni *in senso tecnico*. Comune è, infatti, l'osservazione che il trasferimento delle azioni soggette a riscatto può avvenire liberamente (con piena efficacia nei confronti della società), fintantoché il soggetto legittimato non eserciti il relativo potere; e che, anche una volta riscattate, le azioni continuano a poter circolare liberamente, ferma solo la necessità a tal fine dell'autorizzazione assembleare *ex art. 2357-ter*, comma 1°, c.c., qualora a procedere al riscatto sia la società<sup>1</sup>. Si è, anzi, precisato in dottrina che il riscatto rappresenta a

---

<sup>1</sup> Così CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 116; dopo la riforma, cfr., fra altri, 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, 238; CIOCCA, sub *art. 2437-sexies*, in MARASA-CIOCCA, *Recesso*

ben vedere non un limite bensì un impulso alla circolazione delle partecipazioni sociali<sup>2</sup>.

Se, dunque, da un punto di vista tecnico-giuridico la distinzione del riscatto statutario rispetto ai limiti alla circolazione azionaria appare nitida, occorre tuttavia precisare che le differenze fra i due modelli possono apparire più sfumate, non appena si scenda alla considerazione delle *conseguenze sostanziali* che possono derivare dall'introduzione di un meccanismo di acquisto coattivo delle azioni. Ciò, in particolare, nell'ipotesi in cui l'operatività del riscatto sia condizionata all'insussistenza di caratteristiche soggettive del titolare delle azioni, ritenute essenziali per la partecipazione alla società<sup>3</sup>. Non può sfuggire, infatti, che in tal caso la clausola può limitare *in concreto* le possibilità di disinvestimento del socio, costringendolo – al pari di una clausola di gradimento c.d. vincolato – a cedere la partecipazione a soggetti in possesso delle caratteristiche richieste dallo statuto<sup>4</sup>. Appare, infatti, del tutto improbabile che un soggetto interessato al subentro in società accetti di affrontare il relativo investimento, sapendo di correre il rischio di poter esserne immediatamente escluso<sup>5</sup>, in considerazione della soggezione al riscatto per mancanza dei richiesti presupposti soggettivi<sup>6</sup>.

Sul piano sistematico si è del resto già sottolineato<sup>7</sup> come le clausole di riscatto di cui si discorre risultino apparentate a quelle limitative della circolazione *sul piano funzionale*: entrambe, infatti, sono rivolte alla chiusura della compagine sociale e all'emersione di profili personalistici nelle società per azioni.

---

*e riscatto nelle s.p.a. Commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, Padova, 2011, 43; DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Società*, 2008, 419.

<sup>2</sup> V. in tal senso STANGHELLINI, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni*, Milano, 82, il quale propone una radicale distinzione fra le clausole di riscatto e le clausole di limitazione alla circolazione.

<sup>3</sup> V. *supra*, Cap. I, par. 3, sub A).

<sup>4</sup> Cfr. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2005, 51, nt. 6.

<sup>5</sup> Rischio che diventa certezza nel caso in cui la clausola statutaria preveda un riscatto automatico al momento della perdita delle caratteristiche soggettive richieste, operando analogamente ad un causa di esclusione di diritto da una società a responsabilità limitata: v. *retro*, Cap. I, par. 3, sub A).

<sup>6</sup> Ciò, a meno che l'acquirente, al momento della cessione, abbia una ragionevole certezza circa l'impossibilità per il soggetto riscattante di procedere all'acquisto coattivo delle azioni (ad esempio, ove sia la società il soggetto designato, per mancanza di fondi disponibili *ex art. 2357 c.c.*). Tale rilievo non pare inficiare, peraltro, i sostanziali riflessi limitativi sulla circolazione delle partecipazioni delle clausole di riscatto di cui al testo.

Al di là della fattispecie appena ipotizzata, resta inoltre che nell'(improbabile) caso in cui l'acquirente accettasse comunque di sottoporsi ad un rischio effettivo di riscatto delle partecipazioni acquistate, l'atto traslativo sarebbe pienamente efficace nei confronti della società. Differentemente da quanto si verifica quando sia posto un filtro all'ingresso delle compagine sociale per il mezzo di una clausola di gradimento, il cessionario privo delle richieste caratteristiche soggettive potrebbe pertanto esercitare i diritti sociali fino all'(eventuale) esercizio del potere di riscatto. A conclusioni diverse si perviene invece con riferimento al riscatto automatico (v. la nota precedente), dove la contestualità del riscatto (e la conseguente perdita della titolarità delle azioni acquistate) parrebbe impedire *ab origine* l'esercizio dei diritti sociali al cessionario: sul punto v. *retro*, Cap. II, par. 1; e v. *infra*, par. 3.

<sup>7</sup> V. *retro*, Cap. II, par. 1.

Le superiori considerazioni paiono in grado di dischiudere orizzonti interpretativi di rilievo, anzitutto in ordine all'ammissibilità di tali peculiari clausole di riscatto nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati.

È noto, infatti, che – con riferimento a quest'ultime – il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana s.p.a.<sup>8</sup> richiede, quale presupposto per l'ammissione alla quotazione, che le azioni siano “liberamente negoziabili” (cfr. art. 2. 1.3, comma 2°, lett. c). Da ciò consegue, in linea di principio<sup>9</sup>, l'impossibilità della quotazione in borsa per le società che prevedono vincoli statuari alla circolazione delle partecipazioni.

Orbene, valorizzando i dati sostanziali e sistematici che si sono enucleati, pare possibile individuare un *principio di inammissibilità della quotazione* di azioni che per statuto siano riscattabili in considerazione di *requisiti personali* del socio. E ciò – si badi – a prescindere dal fatto che al riscatto si accompagnino clausole di gradimento o di prelazione<sup>10</sup>, come invero sovente accade nella prassi<sup>11</sup>.

Pur non costituendo – a differenza di quest'ultime – un limite alla circolazione in senso proprio, si è detto infatti che, sul piano effettuale, anche un riscatto così configurato è in grado di determinare un'*impasse* concreta alla negoziabilità delle partecipazioni.

Sotto il profilo degli interessi in gioco, non si è del resto mancato di osservare – ancora di recente – che se la *ratio* che giustifica l'incompatibilità di clausole limitative alla circolazione con la quotazione va rintracciata nella contraddittorietà della valorizzazione di elementi personalistici rispetto ad un assetto di interessi volto, al contrario, a privilegiare l'anonimato della compagine sociale (per l'esigenza di una rapida ed estesa circolazione connessa al fare appello al risparmio diffuso), la medesima conclusione non può non essere raggiunta con riferimento a meccanismi di riscatto ugualmente finalizzati alla personalizzazione della società<sup>12</sup>.

---

<sup>8</sup> Nell'ultima versione, deliberato dall'assemblea della Borsa italiana s.p.a. del 28 giugno 2011 e approvato dalla Consob con delibera n. 17904 del 25 agosto 2011.

<sup>9</sup> Il secondo periodo della disposizione citata nel testo precisa infatti che “gli strumenti finanziari il cui trasferimento sia soggetto a restrizioni sono considerati liberamente negoziabili, qualora la restrizione non comporti alcun rischio di perturbare il mercato”. Tale inciso suggerisce, dunque, che la previsione statutaria di vincoli al trasferimento delle azioni non rappresenta un limite insuperabile all'ammissione alla quotazione, imponendosi una valutazione caso per caso degli effetti sostanziali della clausola sulla negoziabilità delle partecipazioni. V., sul punto, CIOCCA (nt. 1), 44, nt. 64, che richiama il dettato dell'art. 46, comma 1°, n. 3) della Direttiva 2001/34, poi riprodotto nei medesimi termini nella disposizione regolamentare interna.

<sup>10</sup> In senso contrario, CIOCCA (nt. 1), 43, la quale valorizza il (solo) dato formale della non riconducibilità del riscatto ai limiti alla circolazione in senso tecnico per ammettere in generale la quotazione delle azioni riscattabili, negandola unicamente nel caso di congiunta previsione di clausole di prelazione o di gradimento.

<sup>11</sup> Un esempio in tal senso è rintracciabile nello statuto di Cape L.I.V.E s.p.a., società quotata nel mercato regolamentato interno, il quale prevede un speciale categoria di azioni non quotate attribuibili solo a determinati soggetti (amministratori, dipendenti e collaboratori della società), caratterizzata – oltre che dalla riscattabilità al venir meno dei requisiti soggettivi richiesti – anche dalla necessaria offerta in prelazione agli altri azionisti di categoria in caso di cessione. Lo statuto è consultabile su [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it).

<sup>12</sup> Da ultimo v. ANGELICI, *Fra “mercato” e “società”: a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca e merc. fn.*, 2011, 42, nt. 44; già in tal senso, in precedenza, PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997, 365; CALVOSA (nt.1), 8.

In generale<sup>13</sup>, dunque, lo spazio per pattuizioni siffatte con riferimento ad azioni quotate pare circoscritto al solo ambito del parasociale, dovendosi in tal caso applicare le norme previste dal t.u.f. con riferimento ai cosiddetti *sindacati di blocco*<sup>14</sup>.

Oltre che sul piano appena considerato, occorre osservare che l'accostamento fra le clausole di riscatto volte alla valorizzazione di requisiti soggettivi dei soci e quelle limitative alla circolazione appare foriero di ulteriori conseguenze di disciplina.

Anzitutto – come già si è osservato prima della riforma<sup>15</sup> – anche relativamente alle azioni soggette a un riscatto così configurato può affermarsi l'incompatibilità con la forma al portatore, sancita dal legislatore all'art. 2355-*bis*, comma 1°, c.c. in caso di vincoli alla circolazione. In chiave sistematica, infatti, tale dato può leggersi come manifestazione di un'indifferenza per le qualità personali dei soci, e dunque di un assetto radicalmente spersonalizzato della società azionaria, attraverso la rinuncia a quella pur ridotta possibilità di controllo della compagine sociale che la forma nominativa – in forza dell'iscrizione sul titolo e nel libro soci dell'identità degli azionisti attuali<sup>16</sup> – quanto meno assicura<sup>17</sup>.

In secondo luogo, la regola in base alla quale le limitazioni statutarie alla circolazione delle azioni devono risultare dal titolo (art. 2355-*bis*, comma 4°, c.c.) può considerarsi riferita non solo ai vincoli in senso tecnico, ma anche a quei limiti "sostanziali" che si sono detti derivare dall'utilizzo del riscatto in chiave di personalizzazione della società<sup>18-19</sup>.

---

Alla luce dell'attuale assetto regolamentare, sembra peraltro che la "naturale" incompatibilità delle clausole volte alla chiusura della compagine sociale con l'assetto societario risultante dalla quotazione non possa essere affermata in termini *assoluti*: la personalizzazione è infatti ammessa nella misura in cui concretamente non determini nocimento all'efficiente funzionamento del mercato (v. la precedente nota 9).

<sup>13</sup> Salvo, cioè, che nel singolo caso specifico, alla luce della concreta configurazione della clausola di riscatto, si possa escludere un *vulnus* alla liquidabilità dell'investimento sul mercato: il che, peraltro, pare arduo da ipotizzare. Si potrebbe, forse, ritenere che ove la clausola statutaria non sia volta a collegare il mantenimento della partecipazione a tassativi requisiti soggettivi (ad esempio, l'essere amministratore o dipendente della società), bensì, al contrario, a escludere che soggetti in possesso di determinati requisiti possano far parte della compagine sociale (ad esempio, società incorporate in un determinato Stato) la pattuizione potrebbe non incidere in maniera significativa sulla possibilità di negoziazione delle azioni e dunque essere compatibile con la quotazione.

<sup>14</sup> V., fra l'altro, gli artt. 122-123 t.u.f., in tema di formalità pubblicitarie e durata dei patti; l'art. 101-*bis*, comma 4°, lett. a), t.u.f., che stabilisce una presunzione assoluta di concerto, rilevante ai fini dell'applicazione della disciplina in materia di offerta pubblica di acquisto.

Occorre tuttavia precisare che, in caso di patto parasociale, le conseguenze in termini di limitazione sostanziale alla circolazione delle partecipazioni dei soci sindacati si apprezzano nel solo caso in cui l'acquirente privo dei requisiti soggettivi richiesti intenda subentrare nel patto, in tal modo assoggettandosi alle relative clausole (inclusa, quindi, quella di riscatto).

<sup>15</sup> Cfr. PERRINO (nt.12), 366.

<sup>16</sup> O nel solo libro soci, in caso di mancata emissione dei titoli azionari, ove pure si ritengono ammissibili, ex art. 2355-*bis*, comma 1°, c.c., limitazioni alla circolazione delle partecipazioni.

<sup>17</sup> Sul punto cfr. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 2\*, Torino, 1991, 154.

<sup>18</sup> In senso contrario cfr. CIOCCA (nt. 1), 43, nt. 63, che riconosce l'applicabilità della disposizione in questione nel solo caso in cui riscatto sia previsto a diretto corredo di vincolo in senso tecnico (ad esempio, di una clausola di prelazione, quale sanzione operante nei confronti dell'acquirente nell'interesse dei soci prelatori pretermessi). Esclude in termini assoluti la compatibilità delle norme di cui all'art. 2355-*bis* c.c. con il riscatto STANGHELLINI, sub art. 2355-*bis*, in NOTARI (a cura

Per la verità, quanto a quest'ultima disposizione, non mancano in dottrina voci favorevoli a una sua applicazione estensiva ad ogni ipotesi di riscatto potestativo (e cioè, a prescindere dalla concreta circostanza che ne costituisce presupposto).

A tal proposito, è stato osservato<sup>20</sup> che il riscatto, in quanto tale, incide sulla disciplina della circolazione delle azioni, assurgendo in generale a causa statutaria di trasferimento forzoso delle partecipazioni, in conformità a modalità prestabilite dall'autonomia statutaria. Di qui la proposta<sup>21</sup> di richiedere *sempre* l'indicazione del riscatto sul certificato azionario<sup>22</sup>, a prescindere dal suo eventuale impatto limitativo sulla circolazione<sup>23</sup>.

Tale ultima conclusione – cui si può pervenire, con riferimento alle clausole che interessano tutte le azioni, solo accogliendo l'interpretazione estensiva del quarto comma dell'art. 2355-*bis* c.c. testé richiamata – diventa incontestabile quando l'operatività del riscatto sia circoscritta a un predeterminato gruppo di azioni: in forza dell'art. 2354, comma 3°, n. 5, c.c., infatti, i titoli azionari devono indicare “i diritti e gli obblighi particolari a essi inerenti”<sup>24</sup>. In forza di tale disposizione, quindi, anche la “particolare” posizione giuridica di soggezione all'acquisto altrui – tipicamente incorporata nelle azioni riscattabili, con pieno valore distintivo rispetto

---

di), *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c.*, nel *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 566.

<sup>19</sup> Ulteriori conseguenze di disciplina, che possono derivare dall'accostamento delle particolari clausole di riscatto considerate nel testo ai limiti alla circolazione delle azioni, si hanno in tema di introduzione del patto *durante societate*: sul punto, v. *infra*, par. 6.

<sup>20</sup> Cfr. MALIMPENSA (nt.1), 238.

<sup>21</sup> Proposta espressamente formulata in tema di riscatto potestativo (cfr. MALIMPENSA (nt.1), 239 s.), ma che pare estendibile pure alle clausole di riscatto automatico.

<sup>22</sup> Là dove ritenuta necessaria, resta poi da definire se la mancata indicazione del riscatto sul titolo ne precluda l'opponibilità ai terzi acquirenti. Sul punto pare condivisibile la soluzione negativa, fondata sul valore oppositivo ricondotto alla pubblicità legale della clausola statutaria, nonché sulla forte causalità dei titoli azionari: v., in tal senso, MALIMPENSA (nt. 1), 239, nt. 37; con riferimento ai limiti alla circolazione in senso proprio, TUCCI, *I limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, Torino, 2006, 1, 645 s.; STANGHELLINI (nt. 18), 620 s.; PASQUARIELLO, sub *art. 2355-bis*, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, Torino, 2009, 1, 366.

<sup>23</sup> L'applicazione della norma di cui all'art. 2355-*bis*, ult. comma, c.c. è stata invocata anche con riferimento alla clausola di “*drag-along*”, che pure si traduce in una forma di circolazione coattiva della partecipazione: v., ancora, MALIMPENSA, *op loc. cit.* e DE LUCA, *Validità della clausola di trascinamento (“Drag-along”)*, in *Banca, Borsa, tit. cred.*, I, 2009, 186.

Di recente, ha ipotizzato la piena riconducibilità del riscatto e della clausola di trascinamento all'art. 2355-*bis* c.c., RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario. Unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in corso di pubblicazione in *Giur. comm.*, letta per cortesia dell'Autore, p. 5 s. del dattiloscritto, segnalando l'astratta compatibilità della dizione “clausole che sottopongono a particolari condizioni il trasferimento” di cui al primo comma tanto con “condizioni” limitative del trasferimento, quanto con quelle che ne forzano l'esecuzione e soprattutto osservando – quanto al “*drag-along*” – che, al verificarsi dei presupposti del trascinamento, l'azionista non è libero di alienare a chi vuole e come vuole.

<sup>24</sup> Tradizionalmente, sul piano interpretativo l'endiadi è sciolta collegando il riferimento ai “diritti” alle categorie speciali di azioni *ex art. 2348 c.c.* e gli “obblighi” alle azioni con prestazioni accessorie *ex art. 2345 c.c.*: v. per tutti, DE LUCA, sub *art. 2354*, in *Società di Capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004, 328. Per l'interpretazione estensiva delle posizioni soggettive attribuibili a un gruppo di azioni, al fine della loro qualificazione in termini di categoria v. *retro*, Cap. II, par. 2.

alle altre<sup>25</sup> – e le relative modalità devono figurare dal titolo, quale che sia la circostanza individuata come presupposto dell'acquisto coattivo<sup>26</sup>.

## 2) *Le circostanze di riscatto.*

Un ulteriore problema centrale, che si pone in relazione alle ipotesi statutarie di riscatto potestativo, concerne la necessità che vengano predefiniti i presupposti in presenza dei quali può azionarsi il congegno di acquisto coattivo e, in subordine, se tali presupposti debbano essere o meno circoscritti a determinate “tipologie” di circostanze.

A tale questione si è avuto modo di far cenno sporadicamente nei precedenti capitoli, dando in certo senso per presupposta la relativa soluzione. È giunto ora il momento di affrontarla in modo organico.

Prima della riforma, in mancanza di disposizioni *ad hoc*, era convinzione ampiamente diffusa fra gli interpreti che, al fine del lecito conferimento per statuto di un potere di acquisto coattivo delle partecipazioni sociali, costituisse condizione imprescindibile l'indicazione – quale presupposto legittimante – di una specifica circostanza oggettiva<sup>27</sup>.

Decisivi, a tal fine, apparivano rilievi sia di carattere sostanziale, sia di ordine sistematico.

In particolare, sotto il primo profilo, si osservava<sup>28</sup> che – ammettendo la possibilità di un esercizio “*ad nutum*” del riscatto – si schiuderebbe la possibilità di comportamenti di arbitrario allontanamento di soci non più graditi da parte del gruppo di comando, specie (ma non solo) ove la società sia il soggetto riscattante<sup>29</sup>.

Dal secondo angolo visuale, l'inammissibilità del riscatto meramente potestativo si ricavava dalla considerazione in base alla quale “tutte le norme che in tema di società di persone o di capitali regolano ipotesi di esclusione o decadenza del socio”

---

<sup>25</sup> V. ancora *supra*, Cap. II, par. 2

<sup>26</sup> V. MALIMPENSA (nt. 1), 239; CIOCCA (nt. 1), 45, nt. 72. Incidentalmente, va osservato che l'ambito applicativo del citato art. 2354, comma 1°, n. 5), c.c. si estende a tutte le categorie di azioni che possono venirsi a creare in relazione alle varie posizioni giuridiche soggettive interessate dai meccanismi di riscatto potestativo, automatico o obbligatorio: sul tema, v. *retro*, Cap. II, par. 2 e 3.

<sup>27</sup> In tal senso, oltre agli autori citati nelle note che seguono, v., in giurisprudenza, App. Milano 14 luglio 1982, in *Giur. Comm.*, II, 1983, 397 ss. e in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1983, 400 ss.; isolatamente *contra* CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1983, 515, sulla scorta degli indici normativi ricavabili da altri ordinamenti (v., *infra*, nota 38); STANGHELLINI (nt. 2), 81.

<sup>28</sup> V. CALVOSA (nt. 1), 275.

<sup>29</sup> Gli amministratori potrebbero infatti servirsi del potere incondizionato riconosciuto dallo statuto per estromettere minoranze “scomode”, con l'avallo esplicito (in caso di previa autorizzazione assembleare *ex art.* 2357 c.c.: v. *infra*, par. 4) o sostanziale della maggioranza.

Anche nell'ipotesi in cui il riscatto compete ai soci, il riconoscimento di un potere di riscatto incondizionato potrebbe risolversi in un mezzo di abusivo allontanamento di membri della compagine sociale non più graditi: ciò, soprattutto, nell'ipotesi in cui la clausola conferisse tale potere al socio di maggioranza, come diritto di quota, in tal modo attribuendogli una strutturale facoltà di esclusione delle minoranze. Il socio di controllo potrebbe infatti utilizzare tale facoltà come arma ricattatoria nei confronti dei soci di minoranza, al fine di precludere il libero esercizio dei diritti sociali agli stessi spettanti.

(artt. 2286, 2344, 2345, 2610, comma secondo c.c., cui occorre aggiungere, in tema società cooperative, l'art. 2533 c.c. e, dopo la riforma, l'art. 2473-*bis* c.c., in materia di s.r.l.) richiedono che la fuoriuscita coatta del socio dalla compagine sociale sia legata a "situazioni specifiche, oggettive, e cioè predeterminate"<sup>30</sup>.

Nell'introdurre la specifica disciplina del riscatto facoltativo statutario all'art. 2437-*sexies* c.c., tuttavia, il legislatore della riforma societaria non si è curato di prendere espressamente posizione affermativa sul punto: testualmente, infatti, dalla disposizione non emerge alcun indice dal quale poter desumere la necessità di individuare puntuali presupposti di riscatto.

In considerazione di ciò, non mancano nel panorama dottrinale successivo alla riforma voci favorevoli all'introducibilità del riscatto statutario *ad nutum*<sup>31</sup>.

In particolare, il silenzio del legislatore è da stato da taluno<sup>32</sup> giudicato coerente con la peculiare natura della partecipazione alla s.p.a., individuata nella prevalenza dell'interesse all'investimento rispetto a quello alla partecipazione attiva alla società. In altri termini, secondo tale lettura, appare giustificato che la tutela apprestata dall'ordinamento nei confronti dell'estromissione dalla compagine sociale sia più garantista nelle società caratterizzate da una prevalenza dell'interesse imprenditoriale, rispetto a quello speculativo<sup>33</sup>, attraverso una disciplina rigorosa delle cause di esclusione; viceversa, nella s.p.a., si assisterebbe ad un arretramento del livello di tutela (: ammissibilità anche di un disinvestimento imposto *ad nutum*), giudicandosi sufficiente che l'*ivi* prevalente interesse all'investimento dei soci sia tutelato attraverso idonei meccanismi di liquidazione delle azioni<sup>34</sup>.

Si tratta di una prospettiva interpretativa interessante, ma che ha trovato scarso seguito fra gli interpreti: la dottrina assolutamente prevalente<sup>35</sup> ritiene, infatti,

---

<sup>30</sup> Così PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, 774; conforme, PRESTI, *Le clausole di "riscatto" nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, II, 1983, 404, sottolineando la sussistenza di un principio generale in campo societario, secondo cui lo scioglimento del vincolo sociale non può mai essere rimesso al libero arbitrio della maggioranza; v. pure PERRINO (nt. 12), 242 ss.; PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 2\*, Torino, 1990, 466.

<sup>31</sup> In tal senso ESPOSITO, *L'esclusione come strumento generale di "exit" societario*, in *Riv. not.*, I, 2004, 294 ss.; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari della nuova società per azioni*, Milano, 2004, 111; in termini dubitativi, GALLETTI, sub art. 2437-*sexies*, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005, 1637.

<sup>32</sup> Cfr. ESPOSITO (nt. 31), 294 s.

<sup>33</sup> Come tipicamente avviene nelle società di persone (v. art. 2286 c.c.) e, sia pur in misura minore, nelle s.r.l. (cfr. 2437-*bis* c.c.).

<sup>34</sup> In senso conforme, v. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da Schlesinger e diretto da F. Busnelli, tomo 1, Milano, 2010, 859, nt. 21, che, viceversa, quanto alla s.r.l. (*ivi*, 866 s.), pur ritenendo ammissibili clausole di riscatto potestativo (da parte dei soci), ritiene indispensabile l'individuazione espressa di circostanze specifiche, qualificabili in termini di giusta causa, in conformità a quanto previsto dall'art. 2437-*bis* c.c. in tema di esclusione. Per alcuni cenni sul riscatto nella s.r.l. vedi *retro*, Cap. I, par. 1.

<sup>35</sup> Cfr. CIOCCA (nt. 1), 48; CENTONZE (nt. 4), 53, testo e nt. 10; ANGELICI (nt. 12), 41; DI BITONTO (nt. 1), 420; BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004, 937; TRIPPUTI, *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto, divieto di concorrenza del socio e sanzioni per la violazione di tale divieto*, in *Giur. comm.*, II, 2010, 329; MALIMPENSA (nt. 1), 243; CALLEGARI, sub art. 2437-*sexies*, in *Il nuovo diritto societario*, commentario diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, \*\*, Bologna, 2004, 1445 s.

superabile in via interpretativa il silenzio dell'art. 2437-*sexies* c.c. circa la necessaria emersione statutaria di presupposti puntuali di riscatto, continuando a valorizzare a tal fine gli indici (*i.e.*, rischio di un sostanziale utilizzo abusivo del meccanismo di acquisto coattivo a danno degli azionisti "riscattati"; sussistenza di un principio trasversale in materia societaria volto a collegare il disinvestimento imposto al socio a circostanze obbiettive) che prima della riforma erano invocati a sostegno dell'opinione affermativa<sup>36</sup>.

Osservata dall'angolo visuale del socio, tale interpretazione risponde fra l'altro all'esigenza che al membro della compagine sociale (così come al soggetto che sia interessato all'ingresso in società) sia data la possibilità di conoscere a priori e con certezza le circostanze in presenza delle quali il mantenimento del suo investimento potrebbe essere messo a rischio<sup>37</sup>.

D'altra parte, non può trascurarsi che una lettura in questi termini appare armonica con il dettato della II Direttiva comunitaria, là dove – nel disciplinare le azioni riscattabili (da parte della società) – impone che lo statuto determini, fra l'altro, le "condizioni" del riscatto (art. 39, lett. c, Direttiva n. 77/91)<sup>38</sup>.

---

<sup>36</sup> Raggiunge le medesime conclusioni DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *NGCC*, 200, 396 pur muovendo dalla diversa considerazione secondo cui, sul piano civilistico, un riscatto attribuito liberamente non avrebbe una "causa in concreto" atta a giustificarlo.

<sup>37</sup> In tal senso, in particolare, CENTONZE (nt. 4), 55; MALIMPENSA (nt. 1), 243.

<sup>38</sup> Cfr. CIOCCA (nt. 1), 48; DE MARTINIS (nt. 36), 396.

Occorre peraltro sottolineare che tale disposizione appare attuata in assoluta libertà nell'ambito degli ordinamenti degli Stati membri. Ad esempio, in Francia, con riferimento alle *actions de préférence* nelle società non quotate, l'estrema laconicità dell'art. L. 228-12, *alinéa* 2, *Code comm.* lascia aperta, come in Italia, la questione circa l'ammissibilità del riscatto esercitabile *ad nutum*: in senso affermativo v., ad esempio, MORTIER, *Rachat d'actions et actions rachatables*, in *Rev. Soc.*, 2004, 2004, 652; *contra* VIANDIER, *Les actions de préférences*, *JCP*, 2004, 1539, n° 82. Per quanto concerne le società quotate, invece, il legislatore circoscrive tassativamente il presupposto per la riscattabilità delle *actions de préférences* alla sola mancanza di liquidità del mercato (v. art L. 228-20 *Code comm.*, il cui testo integrale è riportato *supra*, Cap I, nota 142); scelta che è stata giudicata troppo restrittiva in dottrina (v. ancora MORTIER, *ivi*, 655).

Nell'ordinamento britannico, dove la *section* 684 CA 2006 riconosce, fra l'altro, la possibilità di emettere azioni liberamente riscattabili "*at the option of the company*", la generica necessità di indicare "*the terms, conditions and manner of redemption*" (cfr. la *section* 685 CA 2006) non pare costituire un ostacolo all'ammissibilità del riscatto *ad nutum*: v. FERRAN, *Principles of Corporate Financial Law*, New York, 2008, 156 ss.; sulla precedente disciplina sul punto dettata dal *Companies Act* del 1985, che sembrava invece imporre delle limitazioni (almeno temporali) all'esercizio del riscatto, cfr. VITALI, *Class of shares and share redemption in the Italian and UK context*, in *www.ssrrn.com*, 40 s.

Tale ultima soluzione è attualmente accolta nell'ordinamento spagnolo, dove, pur escludendosi la necessità di individuare una condizione in senso tecnico (*i.e.*, un evento futuro e incerto) quale presupposto del riscatto, si conferisce rilievo necessario, ai fini dell'esercizio del diritto potestativo, al fattore temporale. Sul punto v. le considerazioni svolte *infra* nel testo.

Uscendo dai confini comunitari, il riscatto meramente discrezionale da parte della società è consentito espressamente nell'ordinamento statunitense: v. il § 6.01 (c) (2) (i) *MBCA* 2008, secondo cui gli *articles of incorporation* possono autorizzare l'emissione di "*one or more classes of share (...) that are redeemable at the option of the corporation*", senza la necessità di fissare alcuna limitazione in ordine ai presupposti d'esercizio. A dimostrazione del tradizionale approccio liberale dell'ordinamento statunitense sul punto v. NOTE, *Stock redemption at the option of the shareholder in the close corporation*, in 48 *Iowa L. Rev.*, 1963, 986, il quale, nel descrivere le varie possibili modulazioni, fra l'altro, della "*redemption at the option of the corporation*" indica pure quella esercitabile "*at any time*".

Aderendo, dunque, alle conclusioni raggiunte dalla dottrina maggioritaria sul punto di cui si discorre, resta da prendere in considerazione l'ulteriore, delicato problema concernente l'eventuale sussistenza di limiti all'autonomia statutaria nella concreta configurazione delle specifiche circostanze di riscatto.

Detto in altri termini, occorre chiarire se sussistano valide ragioni per considerare idonei presupposti, ai fini dell'esercizio della facoltà di acquisto coattivo, solo determinate categorie di eventi e non altre.

A ben vedere, infatti, non sembra che la sottrazione dell'esercizio del riscatto al mero arbitrio del soggetto cui viene riconosciuto il relativo potere, tramite l'individuazione di una qualsiasi, specifica circostanza legittimante, sia *di per sé* in grado di eliminare il rischio di un concreto utilizzo discriminatorio dello strumento.

In linea di principio<sup>39</sup>, in effetti, un rischio siffatto non si palesa nel caso in cui il riscatto si fondi su circostanze che riguardino la persona dei soci (come, tipicamente, il venir meno di determinati requisiti soggettivi o la violazione di specifici doveri statutari): in tal caso, infatti, l'incisione selettiva dell'acquisto coattivo (*i.e.* sulle sole azioni di un socio e non degli altri) risulta del tutto giustificata alla luce della predeterminazione statutaria delle vicende personali che possono interessare l'azionista, determinandone il rischio di una fuoriuscita coatta dalla società.

Lo stesso non parrebbe invece potersi affermare – almeno a un primo sguardo – nei casi in cui il potere di riscatto origini da circostanze “slegate” dalla persona del socio: si pensi, in via esemplificativa, alla clausola che autorizzi una società quotata all'acquisto coattivo di azioni in presenza di fluttuazioni del prezzo di borsa oltre un certa “forchetta” in un determinato arco temporale, al fine di regolarizzarne il corso.

Ora, se è innegabile che, anche in ipotesi come quella da ultimo ipotizzata, l'esercizio del riscatto non sia lasciato alla mera discrezionalità del titolare del diritto potestativo (essendo a tal fine necessario il verificarsi dell'evento dedotto nella clausola), resta che – una volta realizzatasi la condizione prefissata – il soggetto legittimato potrebbe apparentemente essere ritenuto libero di scegliere *quali azioni* riscattare, prestandosi in tal modo il fianco (si direbbe, fisiologicamente) a comportamenti discriminatori nei confronti di singoli soci.

Le considerazioni di ordine sostanziale che precedono non comportano, tuttavia, che debbano radicalmente ritenersi non introducibili in statuto meccanismi di riscatto che individuano presupposti diversi da circostanze soggettive relative ai soci<sup>40</sup>, relegandone al più la possibile emersione al solo ambito dei patti d'opzione stipulati sul piano parasociale<sup>41</sup>.

---

<sup>39</sup> Si veda, tuttavia, quanto precisato *infra*, alla nota 49.

<sup>40</sup> A tanto perviene invece chi – affermata la regola che impone la predeterminazione statutaria dei presupposti di riscatto “a pena di nullità (o comunque di inefficacia)” – ritiene poi di enucleare questi ultimi sulla scorta di un'applicazione analogica dell'art. 2473-*bis* c.c., il quale, in materia di s.r.l., contempla la possibilità di prevedere specifiche ipotesi statutarie di esclusione del socio per giusta causa. In tal modo si finisce per riconoscere idoneo valore legittimante unicamente a vicende personali del socio, apprezzabili in termini di “giusta causa di esclusione/riscatto”: così, in particolare, CENTONZE (nt. 4), 53 s.; in senso simile MALIMPENSA (nt. 1), 243, nota 50.

<sup>41</sup> Quanto si osserva di seguito nel testo vale a confermare, anche sotto il profilo ora in analisi, l'opinione già espressa in precedenza, trattando della portata sociale della clausola di riscatto: v. *retro*, Cap. II, par. 1.

Tale, drastica conclusione – che determinerebbe la rilevante conseguenza di un completo “appiattimento” del riscatto statutario, strumento in sé funzionalmente neutro, sulla fattispecie dell’esclusione<sup>42</sup>, con una sostanziale “mutilazione” delle possibilità applicative dell’istituto<sup>43</sup> – può, infatti, essere evitata, invocando, a tal fine, l’applicazione di correttivi atti ad attutire gli abusi.

In particolare, potrebbe in astratto ritenersi necessario che la clausola di riscatto – pena la sua invalidità – debba in tal caso indicare meccanismi esecutivi idonei ad evitare comportamenti opportunistici nei confronti di singoli soci. In tale ottica, si potrebbe prevedere che, al verificarsi del presupposto oggettivo indicato in statuto (si pensi alla fattispecie ipotizzata poco sopra), l’acquisto coattivo possa incidere sui soci solo in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno detenuta; ancora, in alternativa, là dove il potere di riscatto riguardi una categoria di azioni, potrebbe contemplarsi come necessario l’acquisto contestuale di tutte le azioni di categoria<sup>44</sup>; infine, può ipotizzarsi l’utilizzo del meccanismo del sorteggio<sup>45</sup>, il quale si

---

<sup>42</sup> Sulle differenze strutturali fra riscatto potestativo ed esclusione v. *retro*, Cap. I, par. 3, nt. 84.

<sup>43</sup> Tale “mutilazione” sarebbe viepiù incisiva, là dove il parametro della “giusta causa” di cui all’art. 2473-bis c.c. – utilizzato come filtro per valutare l’idoneità dei presupposti di riscatto – venga interpretato restrittivamente: nel senso della conformità con tale dettato normativo delle sole ipotesi riconducibili “al duplice genere dell’inadempimento ai doveri sociali e dell’impossibilità sopravvenuta del loro adempimento”, v., ad esempio, GALGANO, *Diritto commerciale*, 2. *Le società*, Bologna, 2005, 466; conforme, MASTURZI, sub art. 2473-bis, in *La riforma delle società*, 3, a cura di Sandulli e Santoro, Torino, 2003, 96; *contra* CENTONZE (nt. 4), 53, nt. 12, il quale ritiene conformi al dettato legislativo anche i casi in cui si attribuisca rilievo al venir meno di particolari requisiti soggettivi in capo ai soci; nello stesso senso TANZI, sub art. 2473-bis, in *Società di Capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d’Alcontres, III, Napoli, 2004, 1549.

<sup>44</sup> Con riferimento all’ordinamento francese, profila il medesimo accorgimento, ma nell’ottica della difesa del riscatto meramente arbitrario, MORTIER (nt. 38), 651, ove si legge: “*Que penser des protections généralement accordées par la jurisprudence à l’associé exclu (prohibition des exclusion ad nutum; respect des droits de la défense)? Faudrait-il les transposer aux actions stipulées rachatables sur l’initiative de la société? Un response positive risquerait de vider la technique de toute utilité. Fort heureusement, c’est une réponse négative qui s’impose. En effet, toutes les garanties précitées ont pour unique objet d’éviter toute discrimination sur la base de critères subjectifs. Or une telle discrimination ne peut exister si les statuts prévoient qu’en cas de déclenchement du rachat forcé, cette dernière aura l’obligation de racheter l’intégralité des titres de cette catégorie. Ce ne son pas alors à propement paler les actionnaires qui son exclus; mais des actions. Le risqué de ropture d’égalité au sein de la catégorie rachetèè est ainsi écarté, de même qu’est exclu ce risque de catégorie à catégorie*”; v. anche SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 162.

L’opzione in discorso, invece, non sembra compatibile con l’ipotesi in cui lo statuto attribuisca alla società, in ipotesi modellate su quella presa ad esempio nel testo, un potere di riscatto esercitabile indistintamente nei confronti di tutte le azioni. Ciò, vuoi per l’applicazione del limite di cui all’art. 2357, comma 3°, c.c. per le società per azioni che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio; vuoi, con riferimento alle s.p.a. “chiuse”, anche ove ipotizzabile, per la necessaria conseguenza dissolutiva della società che conseguirebbe all’acquisto: sul punto v. comunque le riflessioni svolte *infra*, par. 4.

<sup>45</sup> Negli Stati Uniti, le regole per la quotazione di una classe di *callable redeemable shares* emanate dal *New York Stock Exchange* stabiliscono che il riscatto, quando non avente a oggetto tutte le azioni, debba avvenire a sorteggio o, solo alternativamente, “*pro rata*”: così il § 901.01(9) del *NYSE Listed Company Manual*; e cfr. COX-HAZEN, *On corporations*, vol. II, 2nd ed., New York, 2003, 1155.

rivelerebbe utile soprattutto nelle società quotate, dove l'acquisto coattivo "in proporzione" potrebbe costituire fonte di inconvenienti pratici<sup>46</sup>.

Ad uno sguardo più attento, tuttavia, anche se le clausole in discorso dovessero omettere di prevedere tali correttivi, è possibile evitare di trarne una necessaria conseguenza in termini di illegittimità. Ciò, in particolare, non appena si consideri che nel sistema societario sono rintracciabili dei principi che paiono imporre un esercizio non discriminatorio del riscatto.

Nel caso in cui la facoltà di acquisto coattivo sia riconosciuta alla società, il riferimento, va, anzitutto, al principio di parità di trattamento, espressamente codificato a livello comunitario (v. art. 42 della II Direttiva comunitaria) e recepito dal legislatore interno con riferimento alle società quotate, fra l'altro (e significativamente) in tema di acquisto di azioni proprie (cfr. art. 132 t.u.f.), "famiglia" cui il riscatto a tutti gli effetti appartiene, pur in un rapporto di *species* a *genus*<sup>47</sup>.

Quanto alle società non quotate, ove anche non si ritenga invocabile il principio di parità di trattamento – invero applicato in maniera piuttosto "ondivaga" dagli interpreti<sup>48</sup> – ci si può appellare, per escludere un esercizio abusivo del riscatto, al

---

<sup>46</sup> Va sottolineato che il primo e il terzo dei criteri illustrati si rivelano utili anche nel caso in cui si preveda una categoria di azioni automaticamente riscattabili dalla società al verificarsi di un presupposto "esterno" alla sfera personale dei titolari: ciò, in particolare, al fine di determinare le regole cui attenersi per selezionare le azioni il cui acquisto automatico – se così previsto nella clausola – debba ritenersi efficacemente avvenuto, là dove la società non abbia risorse disponibili per procedere al rimborso di tutte. Si noti che, in questo caso, operando il riscatto a prescindere da un atto di esercizio da parte del riscattante, il rischio di comportamenti abusivi da parte degli organi sociali si pone per così dire "a valle" dell'acquisto coattivo.

Ulteriormente, va precisato che gli accorgimenti di cui al testo possono essere chiamati in causa anche quando la facoltà di riscatto sia riconosciuta ai *soci*: si pensi, a titolo d'esempio, all'ipotesi in cui per statuto si riconosca al socio di controllo di una s.p.a. quotata la facoltà di riscattare le azioni degli altri soci (ovvero di una predeterminata categoria di azioni), ove si verifichi il lancio di un'offerta di pubblico acquisto.

<sup>47</sup> Da un punto di vista strutturale, il riscatto da parte della società si differenzia, infatti, da un ordinario acquisto di azioni proprie in virtù del fatto che prescinde dal consenso dell'azionista cedente (ovvero anche di entrambe le parti, ove operi automaticamente): cfr., fra gli altri, DI BITONTO (nt. 1), 419; BARTALENA (nt. 35), 935, nt. 408.

<sup>48</sup> Ad esempio, in caso di acquisto di azioni proprie *ex art. 2357 c.c.*, prevale in dottrina l'opinione che non sia necessario rispettare la parità di trattamento, offrendo le medesime *chances* di vendita a tutti i soci (in tal senso, ad esempio, ZANARDO, sub *art. 132 t.u.f.*, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, 3, Torino, 2009, 1186; VENTORUZZO, sub *art. 111 t.u.f.*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, commentario a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, I, Milano, 1999, 1188 s.; in giurisprudenza, Trib. Milano, 18 gennaio 1999, in *Giur. it.*, 1999, 2112); per l'opinione contraria v., per tutti, BIONE, sub *art. 2357*, in *Società di Capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004, 350). Diversamente avviene, tuttavia, in altre ipotesi, come quella della riduzione volontaria del capitale, ove s'invoca l'applicazione del principio di parità di trattamento al fine di imporre che la riduzione incida proporzionalmente sulle partecipazioni di tutti i soci (v. *retro*, Cap. I, par. 2, e *ivi*, in particolare, gli autori citati alla nota 45). Quest'ultima considerazione, in verità, potrebbe fornire uno spunto a favore dell'estensione dell'ambito applicativo del principio anche all'ipotesi che qui interessa: come la riduzione, infatti, anche il riscatto, se non operasse quel principio, potrebbe essere utilizzato come strumento per un abusivo allontanamento di uno o più soci da parte del gruppo di comando.

generale principio di esecuzione del contratto in buona fede (art. 1375 c.c.)<sup>49</sup>. E tale ultimo principio può essere chiamato in causa, ai fini di cui si discorre, anche qualora il potere di acquisto sia attribuito a *soci*.

Sulla scorta di tali principi, può dunque ritenersi che, anche quando lo statuto sia del tutto silente, una volta concretizzatosi il presupposto designato nella clausola, l'incidenza sulle azioni riscattabili in misura proporzionale alla percentuale delle stesse detenuta da ciascun titolare costituisca *condizione legale ai fini dell'efficacia dell'acquisto coattivo* (e, dunque, dell'efficacia "in concreto" della clausola)<sup>50</sup>.

Se si ritengono condivisibili le considerazioni che precedono, sembra allora possibile spingersi a ritenere ammissibili anche quelle clausole che valorizzano, quale presupposto di operatività, non un evento futuro e incerto (e, dunque, una "condizione" in senso tecnico), bensì il mero *fattore temporale*. Ciò, in particolare, nel caso in cui si preveda una facoltà di riscatto azionabile in una data prefissata o

---

Invoca l'applicazione del principio di parità di trattamento nell'esercizio del riscatto per tutte le s.p.a., MAGLIULO (nt. 31), 111, al fine di difendere la tesi favorevole al riscatto meramente arbitrario; v. pure SFAMENI (nt. 44), 162, nt. 218.

<sup>49</sup> Sull'applicazione di tale principio nell'ambito del contratto di società, si veda, in una vasta letteratura, il quadro sintetico tratteggiato da PORTALE, *Lezioni di diritto privato comparato*, seconda ed., Torino, 2007, 163 ss.; e cfr. GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni (abuso di potere nel procedimento assembleare)*, Milano, 1987. In giurisprudenza, fra le altre, v. Cass., 12 dicembre 2005, n. 27387, in *Foro it.*, 2006, 3455; Cass., 11 giugno 2003, n. 9353, in *Società*, 2004, 188; Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. comm.*, II, 1996, 329.

Pare doveroso precisare, a tal punto dell'indagine, che i principi da ultimo ricordati possono venire in considerazione per evitare comportamenti abusivi *anche* là dove la clausola individui quale presupposto di riscatto circostanze personali relative ai soci. Ancorché solo in ipotesi residuali, infatti, pure tali pattuizioni (in principio ammissibili nelle sole s.p.a. non quotate: v. il precedente par. 1) possono ingenerare il rischio di un esercizio arbitrario del riscatto: si pensi, per esemplificare, al caso in cui due soci vengano a perdere contestualmente i requisiti soggettivi individuati nella clausola ai fini del riscatto da parte della società. Alla luce del principio di parità di trattamento (o, in alternativa, del principio di correttezza contrattuale) deve ritenersi che la società (: il gruppo di comando) non possa esercitare il riscatto solamente nei confronti di un socio, e non dell'altro, pena l'inefficacia dell'acquisto (v. subito oltre nel testo). Sicché, ove non fosse possibile soddisfare i requisiti patrimoniali previsti dall'art. 2357 c.c. per il riscatto delle azioni di entrambi i soci, la società non potrebbe "escludere" nessuno dei due.

<sup>50</sup> Meno certo, invece, che al sorteggio possa essere attribuita la medesima efficacia. Ciò, in particolare, alla luce del fatto che tale meccanismo non da tutti gli interpreti è ritenuto compatibile con il principio di parità di trattamento: in tema di riduzione di capitale, per l'opinione contraria, v., fra altri, BUSI, *S.p.a. - s.r.l., operazioni sul capitale*, Milano, 2004, 570; già in tal senso NOBILI-SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in *Trattato della s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 6\*, Torino, 1993, 239 ss.; di diverso avviso, ad esempio, PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Padova, 1992, 35 ss.; DI SABATO, *Diritto delle società*, terza ed., 2011, 479; e cfr. G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2. *Diritto delle società*, VIII ed., Torino, 2012, 528, testo e nt. 65, ove anche ulteriori riferimenti ai sostenitori delle due contrapposte teorie. Anche qualora si voglia aderire all'opinione negativa (ma *contra*, con espresso riferimento al riscatto meramente discrezionale, cfr. MAGLIULO (nt. 31), 114) resta peraltro (come segnalato poco sopra) la possibilità di scegliere il metodo del sorteggio in via di autonomia statutaria. In tal caso, infatti, la clausola non presenterebbe alcun profilo di illiceità, apparendo tale metodo di esercizio del potere di acquisto idoneo a scongiurare, nella scelta della concrete azioni da riscattare, quei comportamenti arbitrariamente selettivi da parte del riscattante (*rectius*, del gruppo di comando, se il riscatto compete alla società) che – in linea di principio – ne mettono in discussione l'ammissibilità.

(più realisticamente) in una o più “finestre temporali” decorrenti da termini predeterminati<sup>51</sup>.

Anche in tal caso, infatti, al socio è attribuita in via preventiva la possibilità di valutare con certezza le “condizioni” temporali<sup>52</sup> in cui l’interesse al mantenimento del suo investimento in società può essere messo a repentaglio<sup>53</sup>.

D’altro canto, se – come detto – l’acquisto nel predefinito ambito temporale deve necessariamente operare secondo criteri statuari (ovvero, in mancanza, legali) rispettosi della parità di trattamento fra gli azionisti soggetti al riscatto, il problema di un possibile utilizzo discriminatorio dello strumento a danno di singoli viene a essere superato in radice.

---

<sup>51</sup> Ritene ammissibile la clausola che stabilisca un mero termine dopo il quale il riscatto non potrà più essere esercitato, ovvero che attivi la riscattabilità, GALLETTI (nt. 31), 1637; nello stesso senso SFAMENI (nt. 44), 163, il quale, pur ammettendo la possibilità di svincolare l’esercizio del diritto potestativo da condizioni oggettive e predeterminate, ritiene necessario che il riscatto (sotto questo profilo *ad nutum*) sia sottoposto “*almeno a determinate condizioni di tempo, quali la fissazione di un termine iniziale minimo e/o di un termine finale, ovvero di scadenze fisse o di periodi determinati*”. In ottica comparatistica, nell’ordinamento spagnolo il rispetto (per lo meno) di un termine iniziale ai fini dell’esercizio del riscatto potestativo è imposto direttamente dalla legge: v. art. 500, comma 3°, LSC, in base al quale “*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*”. E in dottrina si ritiene non necessaria la fissazione in statuto di ulteriori condizioni di legittimazione all’acquisto coattivo: v. DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid, 2002, 261 ss.; DE LA CONCEPCIÓN CHAMORRO DOMÍNGUEZ, *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, Madrid, 2007, 448 ss.

<sup>52</sup> Anche la fissazione di limiti temporali per l’esercizio del riscatto sembra porsi in linea con il dettato dell’art. 39 della II Direttiva, là dove – come visto – si pone l’esigenza che vengano indicate nell’atto costitutivo “le condizioni” di riscatto (cfr. GALLETTI (nt. 31), 1637). Se intesa in senso atecnico, tale espressione può essere intesa come indice della esigenza che per statuto sia posto un *qualche limite* all’operatività del riscatto, sia esso derivante dall’individuazione, quale presupposto, di un evento futuro o incerto o, appunto, dalla semplice segmentazione dell’ambito temporale in cui può azionarsi.

Sotto questo profilo, non può ritenersi ammissibile la clausola che riconoscesse (anche implicitamente) la possibilità di esercitare il riscatto dal momento della costituzione della società (o della presa d’efficacia della modifica statutaria che introduce il patto *durante societate*) sino a un termine finale coincidente con quello stabilito per la scadenza dell’ente. Infatti, in tal caso non si riscontrerebbe alcun vincolo idoneo a circoscrivere, nel corso della vita della società, la facoltà di acquisto unilaterale. E la stessa conclusione si potrebbe estendere all’ipotesi in cui, aggirando l’ostacolo, si intendesse fraudolentemente porre un termine iniziale assai prossimo alla costituzione (ad esempio, una settimana dall’iscrizione dell’atto costitutivo nel registro delle imprese).

Le considerazioni che precedono rendono opportuno un cenno a un ulteriore problema di rilievo: quello, cioè, dell’ammissibilità di clausole di riscatto che individuano, quale circostanza legittimante, eventi futuri la cui verifica dipende dalla *mera volontà del soggetto riscattante*: in senso negativo v., prima della riforma, PRESTI (nt. 30), 405, pur sottolineando la sussistenza di eccezioni a tale principio nel sistema societario, come, ad esempio, nell’ipotesi di riscatto azionato in sede di riduzione volontaria del capitale sociale; dopo la riforma, in senso conforme, BARATALENA (nt. 35), 937, nt. 416; MALIMPENSA (nt. 1), 243, nt. 50.

Deve, invece, ritenersi pacificamente ammessa la validità della clausola, là dove la verifica della circostanza di riscatto dipenda dalla mera volontà del *socio soggetto a riscatto*, il problema in gioco essendo quello di precludere il riconoscimento di un’illimitata facoltà di riscatto in capo al soggetto legittimato.

<sup>53</sup> In senso simile v. SFAMENI (nt. 44), 163.

Da un punto di vista operativo, del resto, meccanismi di riscatto così configurati si prestano a feconde applicazioni pratiche, specie ove azionabili dalla società: quest'ultima potrebbe disporre, infatti, di un flessibile strumento di adattamento della sua struttura finanziaria (in particolare, quando soggetta al riscatto sia una categoria di azioni patrimonialmente privilegiate)<sup>54</sup>; più in generale, poi, la società potrebbe avvalersi del potere di riscatto per perseguire liberamente, nel corso del predeterminato lasso temporale, una delle varie finalità connesse all'acquisto di azioni proprie<sup>55</sup>, con il vantaggio operativo di poter fare a meno del consenso degli azionisti cedenti.

### 3) *Modalità ed efficacia del riscatto.*

Nessuna indicazione è ricavabile dall'art. 2437-*sexies* c.c. anche in relazione alle *modalità* per l'esercizio del potere di riscatto.

Sul punto, è anzitutto opinione condivisibile che lo statuto debba fissare un *termine di decadenza* per l'esercizio del diritto di acquisto coattivo, a decorrere dalla circostanza<sup>56</sup> dedotta come presupposto<sup>57</sup>: ciò, in coerenza con il dato sistematico che impone di circoscrivere temporalmente la facoltà di avvalersi di un diritto potestativo, al fine di evitare che il soggetto in posizione di *pati* si trovi *sine die* alla mercè del soggetto in posizione di forza<sup>58</sup>.

V'è da chiedersi che cosa accada, se lo statuto rimanga silente sul punto: piuttosto che ritenere necessario il ricorso alla via giudiziaria, in conformità a quanto prescritto dal legislatore in materia di patto d'opzione (v. art. 1331, comma 2°, c.c.), è stata

---

<sup>54</sup> V. *retro*, Cap. I, par. 2, sub A).

<sup>55</sup> Né si dica che la mancata predeterminazione della specifica condizione in forza della quale la società può procedere all'acquisto coattivo di azioni proprie (v. l'esempio in precedenza riportato nel testo) ponga un problema in termini di carenza causale del riscatto: esattamente come la mancata indicazione dei presupposti (e, in definitiva, dei motivi concreti) che giustificano l'esercizio di un diritto d'opzione riconosciuto in un patto d'opzione ordinario non rende l'opzione "astratta", lo stesso deve dirsi per la peculiare ipotesi di riscatto statutario di cui si discorre.

<sup>56</sup> Circostanza che – come visto nel paragrafo precedente – può consistere, oltre che in un evento futuro o incerto, anche solo in un termine iniziale variamente identificato. Nel primo caso, si è precisato che il termine decorre, più che dal verificarsi dell'evento, dal momento in cui gli amministratori hanno avuto notizia di tale evento, o avrebbero potuto averne notizia, secondo diligenza: v. CENTONZE (nt. 4), 69, nt. 68.

<sup>57</sup> In tal senso, v. MALIMPENSA (nt. 1), 243; CIOCCA (nt. 1), 48.

<sup>58</sup> Nella dottrina civilistica non si è mancato di osservare che "con riguardo ai cd. *diritti potestativi* ... il termine occupa quasi sempre il ruolo di elemento essenziale. Il che discende dal fatto che, essendo tali diritti, come taluno li ha definiti, "diritti del potere giuridico" ed involgendo una situazione di soggezione dell'altro soggetto, che assume il ruolo di soggetto passivo, bisogna necessariamente concludere che deve esservi un limite di durata al loro esercizio o meglio alla possibilità del loro esercizio": così DI MAJO, *Rilevanza del termine e poteri del giudice*, Milano, 1972, 48.

Di ciò si trova testimonianza nelle norme del nostro ordinamento in tema di diritti potestativi: si pensi, senza alcuna pretesa di esaustività, all'art. 1501 c.c. in materia di compravendita soggetta a patto di riscatto; o ancora – e significativamente, in considerazione dell'affinità strutturale con il riscatto potestativo di azioni (v. *supra*, Cap. I, par. 2, sub A) – all'art. 1331, comma 2° c.c., in materia di opzione; in ambito societario, cfr. gli art. 108, comma 7°, lett *b*) e 111 t.u.f., in relazione alle peculiari ipotesi legali di riscatto azionario obbligatorio e potestativo *ivi* previste.

proposta in dottrina un'interpretazione che ricava un termine di decadenza legale di *default* in forza del rinvio alle norme in tema di liquidazione della quota del socio receduto, contenuto nell'art. 2437-*sexies* c.c.

In particolare, ancorché non fissato per l'esercizio del diritto (potestativo) di recesso, taluni ritengono possibile valorizzare il termine di centottanta giorni di cui all'art. 2437-*quater*, comma 5°, c.c., specie ove sia considerato, nonostante il non perspicuo tenore letterale della norma, soglia temporale finale per procedere al rimborso della partecipazione del socio receduto<sup>59</sup>, al fine di garantirne l'effettività<sup>60</sup>.

Tuttavia, non può sottacersi che *tale termine presenta sul piano strutturale e funzionale delle differenze rispetto a quello che s'impone per l'esercizio del potere di riscatto*: il primo, infatti, se così inteso, rappresenta un termine legale di adempimento imposto alla società in ordine alla liquidazione delle azioni del socio che esercita volontariamente il diritto di *exit*<sup>61</sup>; il secondo, invece, costituisce un termine decadenziale all'esercizio di un diritto potestativo di acquisto, posto nell'interesse dell'azionista a vedere circoscritto lo spazio temporale in cui la sopravvivenza (o, comunque, l'integrità) della propria partecipazione è rimessa all'iniziativa unilaterale dell'acquirente.

Anche sotto questo profilo, quindi, sembra doversi negare quella "compatibilità" con il riscatto potestativo che l'art. 2437-*sexies* c.c. impone di valutare nel momento in cui richiama le norme di cui all'art. 2437-*quater* c.c.<sup>62</sup>

Soluzione interpretativa più "naturale" al problema oggetto di analisi sembra, piuttosto, essere costituita dall'applicazione analogica del termine di decadenza trimestrale previsto dal legislatore nell'ipotesi (legale) di riscatto potestativo tipizzata all'art. 111 t.u.f, in relazione alle società quotate (cosiddetto *squeeze out* delle minoranze a seguito di o.p.a. totalitaria)<sup>63</sup>.

---

<sup>59</sup> In tal senso v., ad esempio, CALLEGARI, sub art. 2437-*quater*, in *Il nuovo diritto societario*, commentario diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, \*\*, Bologna, 2004, 1437; CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.*, I, 2005, 310; CENTONZE (nt. 4), 68, in tal modo equiparando la disciplina sul recesso dalla s.p.a. a quella prevista per le s.r.l. (cfr. art. 2473, comma 4°, c.c.); in senso contrario, tuttavia – con interpretazione in apparenza più aderente alla lettera della norma, la quale parrebbe riferire il termine al solo segmento del procedimento di rimborso costituito dalla collocazione delle azioni con offerta in opzione ai soci o (in subordine) sul mercato – v. GALLETTI, sub art. 2437-*quater*, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005, 1607.

<sup>60</sup> V., in tal senso, CIOCCA (nt. 1), 48; CENTONZE (nt. 4), 68 s., il quale (*ivi*, 69, nt. 69) si esprime in termini dubitativi in ordine alla possibilità per l'autonomia statutaria di ampliare il termine legale per l'esercizio del riscatto ricavabile in via interpretativa. La mancanza di un'espressa norma di legge che ponga una simile limitazione alla libera determinazione dei contraenti (così invece, ad esempio, in tema di vendita con patto di riscatto: v. art. 1501 c.c.) dovrebbe peraltro fugare ogni incertezza in proposito.

<sup>61</sup> Non appare condivisibile, pertanto, l'opinione di CENTONZE (nt. 4), 69, il quale attribuisce al termine in questione la natura di termine di decadenza: quale sarebbe infatti, in tal caso, il diritto da esercitarsi sotto pena di decadenza *ex* art. 2964 c.c.?

<sup>62</sup> Circa la non necessità del rispetto dei passaggi procedurali previsti al fine del rimborso del socio receduto nelle ipotesi statutarie di riscatto potestativo, v. *retro*, Cap. II, par. 4.

<sup>63</sup> L'interpretazione proposta sembra farsi preferire in quanto: a) evita la necessità di ricorrere ad una conversione "forzosa" della natura del termine di cui all'art. 2437-*quater*, comma 5°, c.c. al fine di postularne l'applicazione (con altre finalità) al riscatto potestativo statutario; b) rispetto all'alternativa del ricorso all'autorità giudiziaria *ex* art. 1331, comma 2°, c.c. presenta vantaggi in

In caso di esercizio del potere oltre il prestabilito termine statutario (o, in mancanza, di quello legale), il riscatto deve, dunque, considerarsi inefficace<sup>64</sup>. Così come – occorre aggiungere – è da ritenersi non in grado di spiegare effetti (per mancanza, in capo al soggetto riscattante, del relativo potere) l’acquisto compiuto al di fuori dei presupposti statuari che ne consentono l’esercizio<sup>65</sup>.

Anche per quanto attiene la *forma* della comunicazione con cui portare a conoscenza del titolare delle azioni la dichiarazione unilaterale d’esercizio del riscatto da parte del soggetto legittimato, il legislatore non ha imposto modalità particolari, lasciando quindi allo statuto la possibilità di sceglierne una o più: il che pare opportuno nella prassi<sup>66</sup>.

Specie quando a riscattare sia la società, ci si potrebbe chiedere se sia possibile, a tal fine, prevedere statutariamente l’iscrizione nel registro delle imprese della decisione di riscatto<sup>67</sup>: sfruttando l’effetto dichiarativo della pubblicità commerciale (cfr. artt. 2193 e 2448 c.c.) si avrebbe, in tal modo, una notificazione “collettiva” del riscatto, particolarmente efficace là dove l’acquisto coattivo interessi una moltitudine di azionisti. Tale soluzione renderebbe, fra l’altro, concretamente operativa una formalità imposta dal legislatore comunitario (v. art. 39, lett *h*, della II Direttiva)<sup>68</sup>, ma che non ha trovato accoglimento nel nostro ordinamento.

---

termini di certezza del diritto, escludendo al contempo un atipico intervento integrativo del giudice sulle regole statuarie.

Va osservato che l’individuazione del termine legale di novanta giorni può porre dei problemi in caso di riscatto “finalizzato successivo”. Ciò, in particolare, nell’ipotesi in cui non sia la stessa delibera di riduzione volontaria di capitale a fungere da presupposto per il riscatto, bensì un diverso evento (riferito o meno alla persona dei soci) in forza del quale si richiede la convocazione dell’assemblea statutaria, affinché stabilisca se procedere al riscatto e annullamento delle azioni interessate (per questa distinzione v. *supra*, Cap. I, par. 4). Mentre nel primo caso può ritenersi, infatti, che il termine per provvedere al riscatto in esecuzione della delibera di riduzione decorra dal momento in cui la stessa (: il presupposto per l’acquisto coattivo) prende efficacia (novanta giorni dall’iscrizione, ferma l’eventuale opposizione dei creditori), lo stesso non sembra potersi dire nella seconda fattispecie. Con la conseguenza che, stante il lasso di tempo imposto per legge al fine della presa di effetti della riduzione volontaria, non sarebbe possibile per gli amministratori provvedere efficacemente al riscatto in esecuzione della delibera, concretizzandosi quest’ultimo oltre il termine decadenziale legale. Di qui l’esigenza che le clausole che contemplino un meccanismo di riscatto così configurato prevedano espressamente un termine d’esercizio più ampio.

<sup>64</sup> V. CENTONZE (nt. 4), 53, nt. 11 e 69, nt. 69.

<sup>65</sup> In tal senso, v. CALVOSA (nt. 1), 221; PARTESOTTI (nt. 30), 466, secondo cui, ai fini dell’efficacia di una clausola di riscatto, non occorre solo che una clausola statutaria vi sia, ma anche che questa sia rispettata; GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, 137, secondo cui “la clausola di riscatto è inefficace per le situazioni che eccedono il suo ambito di applicazione”; dopo la riforma cfr. CENTONZE (nt. 4), 53, nt. 11.

<sup>66</sup> Cfr. CIOCCA (nt. 1), 48; DE MARTINIS (nt. 36), 397. Nel senso, invece, della necessità – nel silenzio dello statuto – della pubblicazione della decisione (sociale) di riscatto nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica, MAGLIULO (nt. 31), 118, il quale invoca a tal fine l’applicazione analogica dell’art. 2344 c.c., nella parte in cui impone tale pubblicità al fine della messa in mora del socio inadempiente al versamento dei decimi residui.

<sup>67</sup> In senso affermativo v. DE MARTINIS (nt. 36), 397.

<sup>68</sup> In base a tale disposizione: “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: ... 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/CE”.

Apparentemente, tuttavia, una lettura siffatta parrebbe preclusa dal *principio di tassatività degli atti soggetti a iscrizione nel registro delle imprese*<sup>69</sup>: in quest'ottica, solamente una modifica legislativa dell'art. 2437-*sexies* c.c., volta ad armonizzare la disciplina interna con quella comunitaria, sarebbe in grado di schiudere le porte alla pubblicità commerciale dell'esercizio del potere di riscatto. Per sostenere la conclusione opposta, peraltro, potrebbe essere invocata la *diretta applicazione* della disciplina comunitaria, che sembrerebbe sufficientemente dettagliata sul punto<sup>70</sup>.

Per quanto concerne l'efficacia dell'acquisto, ulteriore questione interpretativa di rilievo è se il trasferimento della proprietà delle azioni consegua alla mera comunicazione della dichiarazione di riscatto nel termine decadenziale previsto, ovvero se sia necessario a tal fine anche il versamento del corrispettivo.

Per la verità, a favore della prima ricostruzione sembrerebbe persuasivamente militare l'argomento sistematico in base al quale, in tutte le ipotesi di scioglimento del rapporto sociale limitatamente a un socio prefigurate dal legislatore in relazione ai vari tipi societari, è riscontrabile un principio di irrilevanza dell'effettiva corresponsione delle somme spettanti allo stesso, ai fini della cessazione del vincolo<sup>71</sup>. Così come, del resto, negli ordinari casi di acquisto di azioni (da parte della società, di soci o di terzi), è innegabile che – in conformità al principio consensualistico – il trasferimento delle partecipazioni sia efficace a prescindere dal pagamento del prezzo.

---

<sup>69</sup> In senso conforme, cfr. GALLETTI (nt. 31), 1637, nt. 9. Sul principio di tassatività degli atti e fatti soggetti a pubblicità commerciale v., per tutti, MARASÀ-IBBA, *Il registro delle imprese*, Torino, 1997, 80 ss.

<sup>70</sup> In particolare, se ci si muove in questa prospettiva, il principio di tassatività degli atti soggetti a pubblicità commerciale non parrebbe poter essere opposto dai registri delle imprese per negare l'iscrizione dell'esercizio del riscatto da parte di *una società che eventualmente contemplasse tale meccanismo pubblicitario nel proprio statuto*, per rendere opponibile l'acquisto. La giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea, infatti, è costante nel riconoscere ai privati la possibilità di invocare *contro le autorità pubbliche* l'efficacia diretta di Direttive sufficientemente precise e incondizionate, pur quando non attuate dagli Stati membri (cosiddetta *efficacia diretta verticale* della Direttiva inattuata). In nessun modo, invece, si potrebbe ricavare direttamente dalla fonte legislativa comunitaria un obbligo *legale* di iscrizione del riscatto, dal momento che la Corte di Giustizia è ferma nel negare che dalla Direttiva inattuata possano discendere obblighi in capo ai soggetti privati (che – in quanto tali – non possono in alcun modo essere considerati responsabili della mancata attuazione). Su questi aspetti v., per tutti, DANIELE, *Diritto dell'Unione Europea*, Milano, 2010, 235 ss., anche per puntuali citazioni della copiosa giurisprudenza comunitaria.

<sup>71</sup> Lo ricorda CENTONZE (nt. 4), 73 ss., il quale fa in particolare riferimento alle norme in tema di esclusione, stante la (possibile) coincidenza funzionale con il riscatto. Quanto alle società di persone e alle cooperative si vedano gli artt. 2289 e 2535 c.c., i quali dispongono testualmente che l'esclusione ha l'effetto di costituire *l'ex socio* quale creditore (verso la società) di una somma di denaro a titolo di rimborso della quota. Le medesime disposizioni valgono pure per le altre ipotesi di scioglimento parziale del vincolo sociale. Quanto alle società di capitali, tanto in caso di esclusione (dalla s.r.l.), quanto in caso di recesso, l'attribuzione del corrispettivo a titolo di rimborso non è necessaria per il realizzarsi della fuoriuscita dalla compagine sociale, essendo quest'ultima convogliata per il tramite di negozi di acquisto da parte di vari soggetti (per i quali vale il principio consensualistico) ovvero per il tramite dell'annullamento della partecipazione, vuoi in esecuzione di una delibera di riduzione del capitale, vuoi a prescindere da questa: v. artt. 2437-*quater*, 2473 e 2473-*bis* c.c. Per la precisazione secondo cui l'eventuale riduzione reale del capitale sociale (e il conseguente annullamento delle azioni) è effettuata prima (e, anzi, proprio al fine) di rimborsare il socio v. NOBILI-SPOLIDORO (nt. 50), 262.

Tuttavia, un altro ordine di considerazioni spinge ad abbracciare l'interpretazione di segno opposto, proposta da una dottrina che guadagna sempre maggiori consensi.

La tesi che qualifica la corresponsione del prezzo quale condizione di efficacia del riscatto<sup>72</sup>, si fa, anzitutto, preferire sul piano equitativo, in quanto appare soluzione più idonea dell'altra a conseguire un ragionevole contemperamento degli interessi in gioco: quello, cioè, (*lato sensu sociale*) all'attuazione della clausola di riscatto, in tal modo dando soddisfazione alle esigenze che vi siano sottese; e quello del socio a non vedersi costretto alla rinuncia al mantenimento del proprio investimento in società senza ricevere una pronta (e sicura) reintegrazione patrimoniale<sup>73</sup>. Sul piano pratico, si è, infatti, osservato che l'imposizione di un onere di tempestivo pagamento delle somme dovute ai fini del riscatto *solo in specifiche ipotesi* rende più gravosa l'attuazione del meccanismo statutario<sup>74</sup>, derivando invece dall'accoglimento della soluzione opposta un *generalizzato* sacrificio dell'interesse individuale del socio<sup>75</sup>.

Sul piano sistematico, poi, la conclusione nel senso della struttura complessa dell'esercizio del riscatto potestativo di azioni (: combinazione della comunicazione della dichiarazione di riscatto e del pagamento del corrispettivo) esce rafforzata dall'apprezzamento delle scelte del legislatore in tema di vendita con patto di riscatto<sup>76</sup> e (soprattutto, stante la riconducibilità della figura, sebbene non di fonte statutaria, alla fattispecie di cui ci occupiamo) in materia di "squeeze-out"<sup>77</sup>: in entrambi i casi, infatti, si prevede che il pagamento del corrispettivo (o la sua messa a

---

<sup>72</sup> Aderendo a questa tesi, DE MARTINIS (nt. 36), 397, nt. 48 puntualizza che potrebbe essere lo stesso statuto a condizionare sospensivamente o risolutivamente l'efficacia del riscatto al pagamento del corrispettivo entro il termine decadenziale previsto per l'esercizio del potere; dovendosi, in difetto, ritenere che la corresponsione del prezzo costituisca condizione sospensiva legale dell'acquisto.

<sup>73</sup> V. CENTONZE (nt. 4), 76, testo e nt. 89.

<sup>74</sup> Segnatamente, solo nel caso in cui il riscattante non abbia risorse finanziarie liquide sufficienti per provvedere al subitaneo pagamento delle azioni, dovendo in tal caso lo stesso procurarsele entro il termine di decadenza del riscatto, pena la sua inefficacia.

<sup>75</sup> E cioè anche quando il riscattante disponga del denaro necessario per pagare il socio riscattato.

Per queste considerazioni, con riferimento al riscatto da parte della società, v. CENTONZE (nt. 4), 76, testo e nt. 92. In senso adesivo, cfr. CIOCCA (nt. 1), 48; MALIMPENSA (nt. 1), 232.

<sup>76</sup> Per l'accostamento del riscatto azionario alla vendita con patto di riscatto, v. in particolare, già prima della riforma, CALVOSA (nt. 1), 158 ss., che riconosce valenza "transtipica", fra l'altro, alla regola contenuta nell'art. 1503 c.c., la quale subordina l'efficacia del trasferimento della proprietà del bene al pagamento del prezzo. Per vero l'A. (*ivi*, 163) fa espresso riferimento al secondo comma della disposizione, rilevando che "in caso di rifiuto da parte del socio di ricevere la prefissata indennità di riscatto" la società riscattante ha "l'obbligo di formulare l'offerta reale..., pena la decadenza dal diritto di riscatto". Senonché, tale affermazione sottintende implicitamente, ma inequivocabilmente, una posizione favorevole all'applicazione al riscatto anche della norma di cui al primo comma della disposizione: l'offerta reale a pena di decadenza presuppone, infatti, un previo obbligo di pagamento della somma dovuta, sempre a pena di decadenza. Dopo la riforma, in senso adesivo, CENTONZE (nt. 4), 77, nt. 93; *en passant*, CIOCCA (nt. 1), 48.

Occorre, tuttavia, ricordare che la tesi favorevole all'avvicinamento del riscatto azionario alla vendita con patto di riscatto, al fine del "trapianto" nella prima fattispecie di norme dettate in relazione alla seconda non è esente da critiche: sul punto v. Cap. I, par. 2 e, *ivi*, gli autori citati alle note 69 e 70.

<sup>77</sup> Secondo MALIMPENSA (nt. 1), 233 s. la norma di cui all'art. 111, comma 3°, t.u.f. (v. la nota successiva) è da considerarsi indice dell'"esistenza di un principio fondamentale dell'ordinamento in materia di riscatto di partecipazioni sociali, secondo il quale l'efficacia del trasferimento delle partecipazioni riscattate è sospensivamente condizionata al pagamento del relativo prezzo"; un cenno in tal senso anche in CIOCCA (nt.1), 48.

disposizione) entro il termine decadenziale previsto costituiscono condizioni essenziali per l'efficacia dell'acquisto coattivo (v. artt. 1503, comma 1°, c.c.; art. 111 t.u.f.<sup>78</sup>).

Considerato che l'interesse garantito dalla ricostruzione in questi termini della struttura d'esercizio del riscatto è quello individuale del socio che subisce l'acquisto, si può peraltro ritenere che quest'ultimo possa esonerare il riscattante dall'onere di effettuare il versamento ai fini del trasferimento della proprietà delle azioni<sup>79</sup>.

Una volta concretizzatosi efficacemente l'acquisto coattivo, resta da valutare che cosa accada qualora il socio che abbia subito il riscatto si rifiuti di effettuare le formalità (eventualmente) necessarie al fine del trasferimento della legittimazione sulle azioni in capo al riscattante ovvero (in aggiunta) le ceda ad un subacquirente.

*In primis*, va chiarito che nessun problema sembra porsi quando, ai sensi dell'art. 2346, comma 1°, c.c. la società *non abbia emesso i titoli*: in tal caso, infatti, non si renderà necessaria alcuna collaborazione del riscattato, dal momento che gli amministratori potranno procedere alla tempestiva iscrizione del nominativo del riscattante (: la stessa società o altro soggetto acquirente da cui siano stati informati) nel libro dei soci, consentendogli così, *ex art. 2355, comma 1° c.c.*, di godere dei diritti sociali<sup>80</sup>. Né, d'altra parte, il terzo avente causa dal riscattato potrà pretendere di far valere il subingresso nel contratto sociale.

Diversamente accade nell'ipotesi in cui, ai fini dell'acquisto della legittimazione da parte del riscattante, sia necessaria la girata autenticata sui titoli (o la formalizzazione dell'atto di esercizio del potere di riscatto davanti al notaio) accompagnata dalla materiale consegna degli stessi (v. art. 2355, commi 4° e 5°, c.c.)<sup>81</sup>; ovvero, in caso di azioni dematerializzate, della scritturazione contabile sui conti destinati a registrare i movimenti dei titoli, accesi dalla società di gestione presso gli intermediari autorizzati (v. art. 2355, comma 5°, c.c.).

---

<sup>78</sup> Quest'ultima disposizione, in particolare, assoggetta l'efficacia del trasferimento delle azioni che residuano a seguito di o.p.a. totalitaria – riscattate esercitando il potere di “squeeze-out” – all’“avvenuto deposito del prezzo di acquisto presso una banca” entro il termine trimestrale di cui al primo comma .

Non pare irrilevante sottolineare, sul piano comparatistico, che la necessità del pagamento del prezzo ai fini dell'efficacia del riscatto è stabilita espressamente dal legislatore britannico: v. la *section 686 (3) del CA 2006*, secondo cui “*the [redeemable] shares must be paid for on redemption*”. Cfr. HANNINGAN, *Company Law*, Oxford, 2009, 520.

<sup>79</sup> V. CENTONZE (nt. 4), 77, nt. 94. A tal proposito sembra potersi ritenere che il consenso individuale del socio “riscattabile” possa passare tanto dall'approvazione di una clausola statutaria che preveda espressamente una deroga al principio della necessità del versamento del corrispettivo al fine dell'efficacia del riscatto (richiedendosi allora presumibilmente l'unanimità, se introdotta *durante societate*), quanto (ove lo statuto nulla preveda) in un momento successivo. Questa seconda ipotesi è espressamente accolta nell'ordinamento britannico: cfr. *section 686 (2) CA 2006*, secondo cui “*the amount payable on redemption may, by agreement between the company and the holder of the shares, be paid on a date later than the redemption date*”.

<sup>80</sup> Salve, ovviamente, le limitazioni di cui all'art. 2357-ter c.c., quando a riscattare sia la società.

Nei medesimi termini di cui al testo cfr. MALIMPENSA (nt. 1), 234.

<sup>81</sup> Ovvero anche della sola consegna del titolo (v. art. 2355, comma 2° c.c.), negli sparuti casi in cui è possibile emettere azioni al portatore (ad esempio, azioni di risparmio). Resta fermo che, in relazione alle azioni nominative, per il trasferimento della legittimazione mediante *transfert*, è necessario che all'esibizione del titolo notarile d'acquisto e delle azioni all'emittente faccia seguito la duplice annotazione del nominativo dell'acquirente sul titolo e nel libro soci.

In merito – come già si è avuto modo di osservare in precedenza<sup>82</sup> – pare anzitutto che la società debba *precludere l'esercizio dei diritti sociali* al socio “riscattato” il quale, pur privato della titolarità<sup>83</sup>, conservi formalmente la legittimazione sulle azioni, rifiutandosi di procedere alla girata e/o alla consegna degli stessi, ovvero di fornire al suo intermediario l'ordine di giro necessario per procedere alla registrazione contabile del trasferimento.

In secondo luogo, per quanto concerne l'acquisto della qualità di socio da parte del riscattante, alla stesso va senz'altro riconosciuta la possibilità di agire in via giudiziaria per ottenere l'esecuzione in forma specifica del precipuo obbligo di consegna o di fare a cui il riscattato si sottragga, secondo le regole dettate dall'artt. 2930 e 2931 c.c.<sup>84</sup>.

Qualche dubbio in più potrebbe, invece, sorgere in ordine all'accoglimento delle medesime conclusioni (: “congelamento” dei diritti sociali; esperibilità dei comuni rimedi giudiziari in caso di mancato adempimento spontaneo alla richiesta di rilascio “qualificato” delle azioni) con riferimento al terzo avente causa dal soggetto che abbia subito il riscatto. Facendo leva sull'efficacia “reale” della clausola di riscatto inserita in statuto, sembrerebbe, tuttavia, possibile privilegiare la tutela dell'interesse “sociale” all'opponibilità dell'acquisto coattivo realizzato in conformità ai patti sociali, rispetto alla salvaguardia delle ragioni del terzo che si trovi, in ipotesi, ad acquistare in buona fede le azioni riscattate<sup>85</sup>.

D'altra parte, a sostegno di tale impostazione pare invocabile, sul piano sistematico, l'argomento che, anche in caso di prelazione, per negare (con l'opinione dominante) la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali del terzo che abbia

---

<sup>82</sup> V. *retro*, Cap. II, par. 1.

<sup>83</sup> È noto che, quanto al trasferimento della proprietà dei titoli di credito, prevale in dottrina la tesi della sufficienza del mero consenso delle parti, *senza che a tal fine rilevi l'investitura nel possesso (eventualmente) qualificato*: in tal senso v. fra altri, G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 3. *Contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, IV ed., Torino, 2008, 256 s., testo e nt. 16, anche pur ulteriori riferimenti alla dottrina dominante e una sintetica rassegna delle minoritarie tesi avverse.

Stante quanto osservato poco sopra nel testo, in caso di acquisto di azioni in esercizio del potere di riscatto, per il trasferimento della proprietà dei titoli, deve peraltro ritenersi necessario (oltre alla dichiarazione recettizia dell'esercizio del diritto potestativo) anche il pagamento del corrispettivo.

<sup>84</sup> In tal senso v. pure MALIMPENSA (nt. 1), 234; CIOCCA (nt. 1), 49.

<sup>85</sup> Nella medesima prospettiva cfr. CALVOSA (nt. 1), 168, che valorizza a tal fine anche la disposizione di cui all'art. 1504, comma 1°, c.c. in tema di vendita con patto di riscatto, ai sensi della quale il riscattante che si sia avvalso legittimamente del relativo diritto nei confronti del compratore può ottenere il rilascio del bene dai successivi acquirenti, a condizione che il patto sia ad essi opponibile.

Incidentalmente, può osservarsi che la stessa possibilità di un acquisto in buona fede dell'avente causa dal socio che abbia subito il riscatto delle azioni (e quindi non più *dominus*) sarebbe drasticamente preclusa qualora trovasse espresso accoglimento nel nostro ordinamento la regola della II Direttiva che impone l'iscrizione della decisione sociale di riscatto nel registro delle imprese (v. *supra*, nota 68). La conoscibilità legale che ne deriverebbe *ex art. 2448 c.c.* farebbe sì che il subacquirente successivo conseguirebbe in mala fede il possesso, se del caso qualificato, dei titoli *ex art. 1994 c.c.*, mancando in tal modo il presupposto soggettivo necessario alla concretizzazione dell'acquisto a titolo originario. Per l'adattamento della regola dell'acquisto a *non domino* in caso di azioni dematerializzate v. l'art. 83-*quinquies*, comma 2°, t.u.f., ove al requisito oggettivo del possesso dell'acquirente, eventualmente qualificato dal rispetto delle ulteriori formalità legittimanti, si sostituisce quello della registrazione a suo favore sul conto dell'intermediario.

acquistato in spregio del patto di preferenza<sup>86</sup>, nessun rilievo viene attribuito all'(eventuale) affidamento del terzo acquirente, il quale potrebbe ben essere stato rassicurato dal socio alienante circa il puntuale rispetto delle condizioni previste nella clausola.

Per concludere, pare opportuno valutare se al riscattante non possano essere concesse strade alternative (e meno onerose) rispetto al rimedio giudiziale, al fine di ottenere la legittimazione sulle azioni acquistate (e di trasferirla eventualmente a un successivo avente causa).

Pare condivisibile, a tal proposito, la tesi di quanti<sup>87</sup>, con riferimento al riscatto esercitato dalla società, ritengono applicabile in via analogica l'*escamotage* prospettato da parte della dottrina con riferimento all'ipotesi di decadenza per morosità nell'adempimento dei conferimenti, prevista dall'art. 2344 c.c.<sup>88</sup>. In particolare, in presenza di resistenze da parte del socio riscattato o del suo avente causa, la società avrebbe la facoltà di annullare le azioni in loro possesso e di emetterne di nuove<sup>89</sup>.

In tal modo, si metterebbe a disposizione del riscattante un efficiente strumento per ottenere in tempi rapidi la legittimazione, circoscrivendosi contestualmente il lasso temporale (potenzialmente esteso, se non si ammettesse il rimedio in discorso) in cui sarebbe neutralizzato l'esercizio dei diritti sociali concernenti le azioni riscattate.

#### 4) *Le condizioni di esercizio del potere di riscatto da parte della società: profili problematici.*

Nel caso in cui la clausola statutaria riconosca la facoltà di esercitare il riscatto alla società – come già anticipato – l'art. 2437-*sexies* c.c. fa salva l'applicazione della disciplina prevista dagli artt. 2357 e 2357-*bis* c.c.

Riguardo a quest'ultimo rinvio, si è già avuto modo in precedenza di apprezzarne compiutamente le ricadute sistematiche, allorché si è discusso delle (diverse) ipotesi statutarie di riscatto “finalizzato” alla riduzione del capitale sociale<sup>90</sup>. Rinviando, dunque, alle considerazioni già svolte sul punto, resta solo da aggiungere

---

<sup>86</sup> V., fra altri, G.F. CAMPOBASSO (nt. 50), 241, testo e nt. 101, ove si trova una rassegna della dottrina e giurisprudenza maggioritaria, nonché dei sostenitori della (minoritaria) tesi dell'efficacia meramente obbligatoria della clausola.

<sup>87</sup> Cfr. CENTONZE (nt. 4), 77, nt. 95.

<sup>88</sup> V. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1994, 319.

<sup>89</sup> La soluzione in discorso, con i dovuti adattamenti, pare attagliarsi anche all'ipotesi in cui a riscattare siano soggetti diversi dalla società. Si potrebbe ritenere, in particolare, che la società, ove informata dell'avvenuto riscatto dal soggetto legittimato e da questi espressamente richiesta, abbia il dovere di provvedere nel senso indicato nel testo.

Ove le azioni fossero dematerializzate, andrebbe riconosciuta all'emittente la facoltà di pretendere dalla società di gestione accentrata la cancellazione della registrazione a favore del riscattato e la corrispettiva registrazione dell'acquisto (proprio o altrui) sui conti dalla stessa accesi presso gli intermediari autorizzati. Questi ultimi, a loro volta, sarebbero chiamati ad effettuare le corrispondenti registrazioni sui conti personali dei soggetti interessati.

<sup>90</sup> V. *retro*, Cap. I, par. 4.

in questa sede che – anche se la clausola di salvezza letteralmente non lo specifica – essa deve ovviamente essere intesa come riferita alla sola ipotesi di cui al n. 1) del primo comma della norma<sup>91</sup>, dal momento che gli altri casi speciali di acquisto di azioni esonerati dai limiti previsti dall’art. 2357 c.c. non sono compatibili con l’ipotesi dell’esercizio del potere di riscatto da parte della società<sup>92</sup>.

Quanto alle fattispecie di riscatto “non finalizzato”, occorre, invece, affrontare compiutamente un problema che sin qui si è solo sporadicamente accennato: quello, cioè, dell’effettiva esigenza, nonostante il secco rinvio letterale all’art. 2357 c.c., che l’acquisto coattivo avvenga nel rispetto di *tutte* le condizioni previste dalla legge al fine dell’acquisto delle azioni proprie, o se, invece, non vi siano ragioni per escludere l’operatività di una (o più) di esse.

In particolare, nessun dubbio sussiste circa la necessità che le azioni, per essere riscattate, debbano essere integralmente liberate; né che, al fine di preservare l’integrità del capitale sociale, la società possa utilizzare solamente utili distribuibili e riserve disponibili per procedere all’acquisto coattivo. Si tratta, del resto, di prescrizioni tassativamente imposte dalla II Direttiva comunitaria (v. art. 39, lett. *b* e *d*).

Qualche dubbio in più potrebbe, invece, sollevarsi circa la necessità che il riscatto non comporti il superamento del limite alla detenzione delle azioni proprie, pari al venti per cento del capitale, previsto dall’art. 2357, comma 3°, c.c. per le sole s.p.a che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio<sup>93</sup>, nonché (e soprattutto) in ordine all’esigenza che l’acquisto sia preceduto da una previa autorizzazione da parte dell’assemblea ordinaria.

A) Muovendo dall’analisi di tale ultima questione, il panorama interpretativo successivo alla riforma dimostra che – nonostante l’apparente intervento risolutivo del legislatore del 2003 – il vivace dibattito dottrinale sorto in precedenza sul punto, in assenza di dati normativi espliciti, si è tutt’altro che sopito.

In via preliminare, occorre del resto osservare che, a differenza di quanto osservato poco sopra, in tal caso dalla normativa comunitaria non sembra possibile ricavare alcuna indicazione atta a sciogliere il nodo interpretativo: se è vero, infatti, che fra le condizioni tassative previste dall’art. 39 della II Direttiva per il riscatto “non finalizzato” non figura l’autorizzazione assembleare, è altresì vero che agli Stati membri è lasciata la facoltà di prevedere vincoli più stringenti<sup>94</sup>. Sotto questo profilo, quindi, tanto la lettura nel senso della superfluità dell’autorizzazione

---

<sup>91</sup> Ove, appunto, si contempla il riscatto come modalità esecutiva di una delibera di riduzione del capitale sociale.

<sup>92</sup> Non è, infatti, possibile prevedere un riscatto di azioni a titolo gratuito (v. CALVOSA (nt. 1), 237); né è possibile parlare di riscatto per effetto di successione universale o di operazioni di fusione o scissione, così come (in senso proprio) in ipotesi di esecuzione forzata. In senso conforme, v. CIOCCA (nt. 1), 50.

<sup>93</sup> Per quanto concerne le ripercussioni in tema di riscatto, derivanti dalla mancanza, a seguito della riforma di cui al d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142, di un medesimo limite per le società per azioni chiuse v. *infra* nel testo.

<sup>94</sup> Ciò risulta chiaramente dall’*incipit* della norma, secondo cui “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...” (corsivo mio).

assembleare, quanto quella contraria<sup>95</sup> possono legittimamente essere ritenute compatibili con la sovraordinata disciplina comunitaria<sup>96</sup>.

Altri sono, pertanto, i dati che occorre prendere in considerazione per cercare di dare una risposta soddisfacente alla questione.

A tal proposito, sembra che gli argomenti già invocati in passato dalla dottrina maggioritaria<sup>97</sup> per sostenere la tesi contraria all'autorizzazione assembleare al riscatto possano, anche dopo la riforma, essere ritenuti persuasivi.

Al di là della considerazione pratica del possibile pregiudizio all'utilità della clausola che deriverebbe accogliendo la soluzione opposta<sup>98</sup>, il nucleo centrale di tale tesi si fonda sulla considerazione che la funzione propria dell'autorizzazione assembleare richiesta per l'acquisto di azioni proprie, quella cioè di limitare la discrezionalità degli amministratori in ordine al compimento di un'operazione idonea ad incidere sull'organizzazione societaria, viene ad essere soddisfatta in caso di riscatto dalla *predeterminazione, nello statuto, delle condizioni che legittimano la società all'esercizio del diritto potestativo di acquisto*<sup>99</sup>.

---

<sup>95</sup> Va chiarito che il problema che si affronta in queste pagine concerne la necessità o meno di riconoscere all'assemblea un *diritto di veto* in ordine al concreto esercizio da parte degli amministratori, nel discrezionale svolgimento della loro attività gestoria, della facoltà di riscatto riconosciuta per statuto. Va, invece, senz'altro escluso che per scelta statutaria si possa spogliare integralmente l'organo amministrativo della competenza a decidere in ordine all'esercizio del riscatto, affidando il relativo compito all'assemblea (sembrerebbe, invece, esprimersi in tal senso GALLETTI (nt. 31), 1637). Dopo la riforma, dal combinato disposto degli artt. 2380-*bis* e 2364, comma 1°, n. 5) c.c. si deduce, infatti, l'impossibilità di conferire in via di autonomia statutaria (non un potere autorizzativo o di rilascio di un mero parere non vincolante ma) una piena competenza decisoria all'assemblea ordinaria in ordine al compimento di operazioni gestorie (per il vivace dibattito sul punto, nel vigore della precedente disciplina, v. per tutti, su posizioni antitetiche, BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1985, 5 ss.; CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985, 144 ss.; ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 3\*, Torino, 1994, 36 ss.). Per la qualificazione in termine di veto della mancata autorizzazione assembleare e, viceversa, il riconoscimento della piena discrezionalità dell'organo amministrativo nel valutare se porre in essere o meno l'atto che sia stato autorizzato cfr. PORTALE, *Competenze gestorie "non scritte" dell'assemblea di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 2, Torino, 2006, 25. Come rilevato in precedenza (Cap. I, par. 4, nt. 130), l'unica ipotesi in cui la decisione di riscatto compete all'assemblea (relegandosi, dunque, l'organo amministrativo al ruolo di esecutore della volontà assembleare) è quella del riscatto "finalizzato successivo", dal momento che per legge la competenza a deliberare in ordine alla riduzione del capitale sociale e alle relative modalità esecutive è rimessa all'organo assembleare.

<sup>96</sup> E v., infatti, le opposte interpretazioni di CALVOSA (nt. 1), 23 s. e (nel vigore della nuova disciplina) CENTONZE (nt. 4), 63, nt. 47, i quali valorizzano, fra l'altro, i testé citati indici testuali emergenti dall'art. 39 della II Direttiva, rispettivamente per negare o, viceversa, ritenere necessaria la delibera assembleare.

<sup>97</sup> Prima della riforma, ritenevano superflua la delibera autorizzativa dell'assemblea, CALVOSA (nt. 1), 22 ss.; GALLETTI (nt. 65), 134; CARCANO (nt. 27), 515, PARTESOTTI (nt. 30), 466; in senso contrario, PRESTI (nt. 30), 411.

<sup>98</sup> Cfr. CALVOSA (nt. 1), 25; dopo la riforma, GALLETTI (nt. 31), 1637, nt. 11.

<sup>99</sup> In tal senso v. gli autori citati alla precedente nt. 97; dopo la riforma, in senso conforme, GALLETTI (nt. 31), 1637, testo e nt. 11; MALIMPENSA (nt. 1), 232, nt. 16.

In chiave comparatistica, non sembra irrilevante sottolineare che negli ordinamenti in cui le azioni riscattabili hanno visto la loro prima comparsa non è richiesto il coinvolgimento dell'organo assembleare. In Gran Bretagna, ad esempio, a differenza di quanto avviene negli ordinari casi di

A ben vedere, infatti, la necessità di porre un limite al potere di incidenza degli amministratori sulla composizione della compagine sociale, che giustifica nell'acquisto di azioni proprie la predeterminazione nella delibera assembleare del numero massimo di azioni acquistabili e le modalità di acquisto, è integrata nel riscatto, *in primis*, per il tramite della predeterminazione (quantomeno *per relationem*)<sup>100</sup> delle azioni assoggettabili a riscatto nella clausola statutaria<sup>101</sup>. D'altro canto, il fatto che l'acquisto coattivo, se del caso, deve avvenire secondo modalità rispettose della parità di trattamento degli azionisti soggetti a riscatto<sup>102</sup> preclude la possibilità che gli amministratori si avvalgano del meccanismo statutario per allontanare abusivamente singoli soci a loro non più graditi; ovvero, qualora

---

acquisto di azioni proprie (cfr. le *sections* 694 e 701 CA 2006), non si richiede la previa autorizzazione dell'assemblea all'esercizio del riscatto, lasciandosi una piena discrezionalità allo statuto nel contemplare le relative modalità di esercizio. Sotto questo profilo, anzi, l'ordinamento britannico si distingue per la possibilità (per vero, di dubbia compatibilità con il dettato dell'art. 39 della II Direttiva) di rimettere statutariamente agli amministratori la determinazione di "*terms, conditions and manner*" del riscatto (v. la *section* 685 CA 2006). Per l'acceso dibattito sul punto che ha preceduto l'introduzione di tale norma nel *Companies Act* del 2006, v. FERRAN (nt. 38), 227 e VITALI (nt. 38), 40 ss.

Nel nostro ordinamento, in linea di principio, un risultato simile potrebbe aversi ove l'assemblea straordinaria, ai sensi dell'art. 2443 c.c., delegasse gli amministratori a deliberare un aumento di capitale, potendo allora essi decidere di offrire in sottoscrizione (anche o solo) una nuova categoria speciale di azioni riscattabili. In concreto, tuttavia, tale ipotesi è circoscritta, secondo una consolidata interpretazione dottrinale, al solo caso in cui la facoltà degli amministratori di emettere una nuova categoria di azioni in sede di aumento sia *espressamente contemplata nella delibera di delega*, potendosi, in mancanza, riconoscere agli amministratori (al più) la discrezionalità a emettere nuove azioni di categorie già esistenti: v., per tutti, G. F. CAMPOBASSO (nt. 50), 514 s., testo e nt. 27; COLOMBO, *Aspetti patrimoniali e finanziari della disciplina delle società per azioni*, dispensa delle lezioni del Corso di diritto commerciale progredito tenuto presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, anno accademico 2005/2006, p. 161; CERRATO, *Le deleghe di competenze assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2009, 258.

La medesima soluzione che caratterizza l'ordinamento britannico si riscontra anche in quello statunitense, ove pure si prescinde da una previa autorizzazione assembleare al riscatto, estendendosi anzi il riconoscimento della piena discrezionalità degli amministratori a tutte le ipotesi di *distributions* ai soci: v. per tutti, HAMILTON-BOOTH, *Corporations*, 5° ed., St. Paul, 2006, 482 ss.

Nell'ordinamento tedesco, ai sensi del § 237, *abs* 6, AktG, il ritiro forzato delle azioni al fine di ridurre il capitale sociale può essere deliberato dal *Vorstand* nel caso in cui il riscatto venga previsto nello statuto. Oggetto di contrastanti interpretazioni è, però, se la norma si riferisca alle sole ipotesi in cui il riscatto sia prescritto (e non solo autorizzato) dall'atto costitutivo (in tal senso v. PRESTI (nt. 30), 411, nt. 43), o, viceversa, ad entrambe (cfr. CALVOSA (nt. 1), 24).

<sup>100</sup> In particolare, nel caso in cui lo statuto individui a presupposto del riscatto vicende personali dei soci, il numero di azioni riscattabili sarà determinato dalla soglia di partecipazione al capitale del socio che volta a volta integri i presupposti previsti nella clausola. Nelle altre ipotesi, il numero massimo di azioni assoggettabili a riscatto da parte degli amministratori sarà determinato dallo *stock* di azioni di categoria emesse, o, qualora l'acquisto possa interessare tutte i titoli, coinciderà con il numero di azioni (diverse da quelle eventualmente già nel portafoglio della società) in circolazione al momento del verificarsi del presupposto oggettivo previsto nello statuto. Ciò, sempre che la clausola non predefinisca espressamente un tetto massimo di azioni acquistabili.

<sup>101</sup> Cfr., per un cenno, CIOCCA (nt. 1), 47.

<sup>102</sup> Cfr. *retro*, par. 2.

anch'essi rientrino fra gli azionisti passibili di riscatto, per esentare arbitrariamente i titoli in loro possesso dall'acquisto<sup>103</sup>.

In secondo luogo, anche l'esigenza che la delibera fissi un prezzo massimo d'acquisto, al fine di evitare artate sopravvalutazioni del valore delle azioni da acquistare e di porre un limite all'utilizzo della parte disponibile del patrimonio netto ai fini dell'acquisto, sembra superata, in caso di riscatto. Ciò, in considerazione vuoi della possibile predeterminazione nella clausola del prezzo di riscatto (o dei criteri per determinarlo), vuoi dell'applicazione estensiva del metodo di valutazione previsto dalla legge per il caso di recesso (art. 2437-ter, c.c.), là dove si prevede, fra l'altro, (per le s.p.a. "chiuse") che la stima da parte degli amministratori sia sottoposta ad un controllo da parte del collegio sindacale e del revisore legale dei conti o – in caso di contestazioni – sostituita da quella effettuata da un esperto nominato dal tribunale<sup>104</sup>.

Infine, la necessaria sussistenza di un termine di decadenza per l'esercizio del riscatto (di fonte legale o statutaria), sancendo un limite temporale alla discrezionalità degli amministratori nel decidere se avvalersi o meno del potere d'acquisto, sembra ben poter soppiantare la richiesta indicazione, nella delibera autorizzativa dell'acquisto di azioni proprie, di un termine massimo per procedere all'operazione, che il legislatore contempla per assecondare la medesima esigenza.

In definitiva, pare che tutte quelle valutazioni che, nell'interesse sociale, vengono per legge rimesse all'assemblea dei soci in ordine alla concreta realizzazione un'operazione di acquisto di azioni proprie, possano, in caso di riscatto, dirsi effettuate dai membri della compagine sociale a *monte* (e cioè al momento dell'introduzione in statuto del meccanismo di acquisto coattivo) o, comunque, ritenersi superflue alla luce della possibile integrazione legale della disciplina concernente le relative modalità di esercizio<sup>105</sup>.

---

<sup>103</sup> Pare interessante, a tal fine, ricordare un noto precedente del diritto statunitense, al fine di apprezzare le conseguenze che deriverebbero nel nostro ordinamento se dovesse verificarsi la medesima vicenda. Nella fattispecie in questione [*Petty v. Pennrecht Papers Inc.*, 347 A.2d 140 (Del. Ch. 1975)] i soci-amministratori di una società si erano avvalsi del potere di riscatto *ad nutum* riconosciuto dagli *articles of incorporation* alla società su una classe di *preferred shares*, acquistando tuttavia le sole azioni degli altri soci. La corte del Delaware considerò illecito l'acquisto per violazione da parte degli amministratori dei loro *fiduciary duties*, non potendosi considerare ammissibile l'utilizzo di fondi sociali da parte dell'organo amministrativo al fine di mantenersi in carica: v. COFFEE JR., *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: an Essay on the Judicial Role*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, 1642.

Nell'ordinamento interno un riscatto siffatto sarebbe, invece, da considerarsi inefficace, quando non per violazione della clausola che contempli espressamente meccanismi di ricatto "paritari", per mancato rispetto del principio di parità di trattamento, o, in via residuale, per violazione del principio di correttezza.

Fermo ciò, è il caso di osservare che in tutti i casi in cui uno o più degli amministratori-soci siano passibili di riscatto (vuoi esclusivamente, per il venir meno delle circostanze soggettive contemplate nello statuto, vuoi assieme ad altri azionisti), per quanto concerne la decisione in ordine all'esercizio della facoltà di riscatto, deve ritenersi applicabile la peculiare disciplina in tema di interessi degli amministratori (art. 2391 c.c.) e, in aggiunta, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, le norme del Regolamento Consob n. 17221/2010 sulle operazioni con parti correlate.

<sup>104</sup> In senso conforme v. CIOCCA (nt. 1), 47; MALIMPENSA (nt. 1), 232, nt. 16. Sul corrispettivo di riscatto v. *infra*, par. 5.

<sup>105</sup> Si che non si condivide l'opinione di quanti ritengono *indefettibile* una "ripetizione" della valutazione da parte dei soci sull'opportunità della realizzazione del riscatto tutte le volte in cui,

Se così è, occorre, tuttavia, aggiungere che non sembrano sussistere valide ragioni per negare all'autonomia statutaria la possibilità di prevedere (in forza dell'art. 2364, comma 1°, n. 5, c.c.) la sottoposizione del riscatto alla previa autorizzazione assembleare secondo quanto disposto dall'art. 2357 c.c.

Si asseconderebbe, in tal modo, la volontà dei soci di effettuare una nuova valutazione (ulteriore, cioè, a quella preliminarmente effettuata al momento della contemplazione del meccanismo acquisitivo nei patti sociali) circa le conseguenze sull'organizzazione sociale derivanti dal possibile esercizio del potere nella specifica fattispecie concreta<sup>106</sup>. In quest'ottica, si potrebbe ad esempio consentire all'assemblea di valutare le conseguenze finanziarie derivanti dall'(eventuale) esercizio del riscatto nella particolare contingenza temporale in cui si verificano i presupposti che lo legittimano. O, ancora, potrebbe riservarsi ai soci la possibilità di abbreviare, nel caso specifico, i tempi di riscatto concessi agli amministratori rispetto al termine decadenziale previsto nello statuto; o, infine, di ridurre, rispetto al numero massimo risultante dalla clausola, il numero di azioni concretamente riscattabili da parte dell'organo amministrativo, circoscrivendo in tal modo contestualmente la possibile incidenza dell'operazione sui *quorum* assembleari costitutivi e deliberativi (cfr. art. 2357-ter, comma 2°, c.c.), nonché sulla parte disponibile delle risorse della società<sup>107</sup>.

Stante quanto sopra, va peraltro chiarito che i contenuti della delibera autorizzativa di riscatto (là dove statutariamente prevista) non necessariamente coincidono con quelli che debbono figurare negli ordinari casi di acquisto di azioni proprie *ex art.* 2357, comma 2°, c.c.. Infatti:

i) quanto al numero massimo di azioni riscattabili, in assenza di un'espressa presa di posizione dell'assemblea sul punto, dovrà ritenersi che l'autorizzazione si estenda

---

verificatisi i relativi presupposti, si voglia concretamente esercitare il potere riconosciuto dallo statuto: in tal senso, invece, CENTONZE (nt. 4), 64 ss.; conformi, BUSANI-SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, in *Società*, 2012, 158. Ritengono pure necessaria l'autorizzazione assembleare, pur affidandosi al mero dato letterale dell'art. 2437-sexies c.c., MAGLIULO (nt. 31), 119; DI BITONTO (nt. 1), 419; CARMIGNANI, *sub art.* 2437-sexies, in *La riforma delle società* a cura di Sandulli e Santoro, 2, II, Torino, 2003, 904.

<sup>106</sup> Si ribalta, in tal modo, la conclusione cui perviene CIOCCA (nt. 1), 47, la quale – in considerazione di questa esigenza – ritiene di *default* necessaria la delibera assembleare, ammettendo tuttavia la possibilità per i soci di rinunciarevvi statutariamente; in senso conforme v. SFAMENI (nt. 44), 161, nt. 216.

Invocano, invece, tale interesse a sostegno della conclusione dell'assoluta indefettibilità dell'autorizzazione assembleare: PRESTI (nt. 30), 411 (già prima della riforma); successivamente, cfr. CENTONZE (nt. 4), 65.

<sup>107</sup> In considerazione della meritevolezza di tali interessi pare superabile un ulteriore argomento, di stampo civilistico, che potrebbe essere invocato a sostegno della conclusione della non necessità dell'autorizzazione assembleare: quello, cioè, della singolarità di un meccanismo, che pur a seguito dell'assenso originario da parte dei soci alla concessione di un diritto potestativo d'acquisto alla società, viene a far dipenderne l'esercizio da una sorta di "cresima" rilasciata dagli interessati. Si è visto, infatti, che il riscatto potrebbe riguardare indistintamente tutti gli azionisti, i quali (salve limitazioni particolari) hanno la facoltà di esprimere il proprio voto in assemblea. E, qualora l'acquisto possa concretamente incidere su uno o più azionisti, anche la parte della compagine sociale potenzialmente interessata dal riscatto, può contribuire alla decisione circa l'autorizzazione al relativo esercizio, eventualmente (se in possesso di voti sufficienti) negandola.

a tutti i titoli per i quali lo statuto, a seconda dei casi<sup>108</sup>, preveda il potere di riscatto<sup>109</sup>;

*ii*) quanto al termine decorso il quale l'autorizzazione assembleare all'acquisto perde effetto, la sussistenza del termine decadenziale (statutario o legale) per l'esercizio del riscatto può renderne superflua la determinazione<sup>110</sup>: infatti, qualora la decadenza operi entro diciotto mesi dalla riunione assembleare<sup>111</sup>, gli amministratori avranno l'onere di attivarsi al fine di realizzare efficacemente l'acquisto<sup>112</sup>.

*iii*) per quanto concerne, invece, il prezzo da corrispondere ai soci che potranno subire il riscatto, a parte il caso (se ammesso) in cui il controvalore sia statutariamente predeterminato<sup>113</sup> e fatta eccezione per l'ipotesi in cui, al momento della riunione assembleare, i soci "riscattabili" accettino espressamente la valutazione delle azioni fatta dagli amministratori (rimanendo quindi definitivamente accertata la controprestazione dovuta dalla società), sembrerebbe che la delibera non possa fare a meno di fissare il corrispettivo minimo e massimo per il riscatto delle azioni<sup>114</sup>.

---

<sup>108</sup> Si veda la precedente nota 99.

<sup>109</sup> V. CENTONZE (nt. 4), 66, testo e nt. 57; BUSANI-SAGLIOCCA (nt. 105), 159.

<sup>110</sup> Cfr. BUSANI-SAGLIOCCA (nt. 105), 159 s.

<sup>111</sup> Circostanza, quest'ultima, che si verifica necessariamente là dove operi il suppletivo termine legale trimestrale: v. il precedente par. 3.

<sup>112</sup> Ciò non toglie che – come sopra osservato – l'assemblea potrebbe avere interesse a delimitare ulteriormente la discrezionalità degli amministratori, stabilendo nella delibera un termine per procedere al riscatto *più breve* rispetto a quello decadenziale. Occorre, tuttavia, osservare che la conseguenza derivante dal mancato rispetto del termine aggiuntivo imposto dall'organo assembleare sarebbe (non quella dell'inefficacia dell'acquisto bensì) quella dell'obbligo di alienazione delle azioni riscattate si sensi dell'art. 2357, comma 4°, c.c.: cfr. CENTONZE (nt. 4), 70, nt. 70. La medesima sanzione opererebbe qualora il riscatto fosse esercitato dagli amministratori dopo il termine massimo di diciotto mesi (peraltro rinnovabile dall'assemblea: cfr. NOBILI, *Osservazioni in tema di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, 1987, 769), ma prima del termine decadenziale (statutario).

Va aggiunto che considerazioni simili valgono nell'ipotesi in cui gli amministratori riscattassero azioni in numero superiore al tetto eventualmente fissato dall'assemblea. Mentre il superamento del limite quantitativo ricavabile dallo statuto determinerebbe, infatti, la radicale inefficacia dell'acquisto, in tal caso, ferma l'efficacia dell'atto traslativo, troverebbe applicazione la peculiare sanzione di cui all'art. 2357, comma 4°, c.c. Gli amministratori potrebbero poi ovviamente essere chiamati a rispondere di eventuali danni derivanti dalla loro condotta.

<sup>113</sup> V. *infra*, par. 5.

Va osservato che, là dove si intendesse modificare il prezzo di riscatto determinato in conformità dei criteri statuari, occorrerebbe che l'assemblea fosse contestualmente convocata in sede straordinaria, al fine di deliberare la necessaria modifica dei patti sociali. Inoltre, qualora si volesse proporre una modifica "al ribasso" del corrispettivo, a certe condizioni la delibera dovrebbe (forse) essere approvata con il consenso unanime dei soci titolari delle azioni riscattabili. Anche a voler ritenere superfluo tale consenso individuale, la decisione dell'assemblea generale in sede straordinaria andrebbe comunque approvata in tale ipotesi, *ex art.* 2376 c.c., dall'assemblea speciale di categoria, se potenziale oggetto di riscatto fosse una categoria speciale di azioni (su questi temi v. il successivo par. 6).

Una modifica dello statuto si renderebbe altresì necessaria nel caso in cui l'assemblea intendesse mutare le modalità d'esercizio del potere di riscatto già prefissate: ad esempio, modificando la clausola che imponga il necessario acquisto contestuale di tutte le azioni assoggettabili a riscatto (v. *retro*, par. 3), o il termine decadenziale eventualmente stabilito in origine (per compiute valutazioni circa le regole decisive da seguire in caso di allungamento del termine v. *infra*, par. 6).

<sup>114</sup> V. BUSANI-SAGLIOCCA (nt. 105), 159; circa gli aspetti procedurali legati alla (eventuale) determinazione del prezzo da parte degli amministratori v. il successivo par. 5.

Tuttavia, il silenzio della delibera sul punto potrebbe anche essere inteso come autorizzazione a procedere all'acquisto al puntuale prezzo emergente dalla valutazione "provvisoria" predisposta dagli amministratori, ai sensi dell'art. 2437-ter c.c., con la conseguenza – come osservato in dottrina – che "l'autorizzazione dovrà considerarsi (valida, ma) inefficace nel caso in cui, a seguito di contestazione del socio, sia rideterminata la misura del prezzo dovuto dalla società"<sup>115</sup>.

B) Passando ora all'analisi dell'altro snodo problematico che si è sopra prospettato (: esigenza di rispettare, anche in sede di riscatto, il limite al possesso di azioni proprie previsto dal legislatore per le società per azioni "aperte") il dubbio si pone in tal caso in considerazione del fatto che – come già più volte osservato – l'art. 2437-sexies c.c. contiene un rinvio (oltre che alla disciplina in tema di acquisto di azioni proprie) anche all'art. 2437-quater, c.c., il cui quinto comma – come noto – contempla la facoltà per la società di acquistare le azioni del socio receduto anche in spregio del limite previsto dall'art. 2357, comma 3°, c.c.<sup>116</sup>.

In merito sembra, tuttavia, del tutto condivisibile la tesi di quanti sciolgono il conflitto tra i due ceppi normativi antinomici richiamati dalla disposizione in tema di riscatto statutario nel senso della *prevalenza della regola più rigorosa*<sup>117</sup>.

La ragioni che giustificano la norma derogatoria prevista per l'acquisto di azioni proprie in caso di recesso, infatti, non sembrano sussistere in caso di riscatto potestativo esercitato dalla società: nel primo caso si vuole tutelare l'interesse del socio (che eventualmente detenga una partecipazione elevata) ad uscire dalla società nei casi previsti dalla legge o dallo statuto, evitandosi per quanto possibile l'allungamento dei tempi (e le eventuali complicazioni) implicate dalla necessità di convocare l'assemblea straordinaria per assumere i provvedimenti del caso. Di una tale esigenza non vi è invece evidentemente traccia nella particolare fattispecie di riscatto ora in considerazione, dal momento che all'acquisto non si addiende in forza di una decisione di *exit* assunta dal titolare delle azioni, bensì, all'opposto, in virtù di una decisione discrezionale (e, anzi, unilaterale) assunta dalla società. Dal punto di vista strutturale, del resto, l'acquisto non costituisce (come nel recesso) un atto dovuto da parte della società, ma appunto, un'operazione del tutto facoltativa<sup>118</sup>.

---

<sup>115</sup> CENTONZE (nt. 4), 66, nt. 59; in senso adesivo, cfr. BUSANI-SAGLIOCCA (nt. 105), 159.

<sup>116</sup> Prima della riforma, invece, in assenza di una norma *ad hoc* in tema di riscatto, si riteneva pacificamente applicabile limite del dieci per cento del capitale di cui al vecchio art. 2357, comma 3°, c.c., operante (come del resto fino alla novella del 2008) per tutte le s.p.a. per azioni: v. CALVOSA (nt. 1), 8; GALLETTI (nt. 31), 135.

Uno sguardo alla disciplina comunitaria rivela, invece, che di limiti siffatti non v'è traccia fra le condizioni minime indicate dall'art. 39 della II Direttiva per procedere al riscatto. Sotto questo profilo la posizione assunta dal legislatore comunitario nei confronti delle *redeemable shares* appare, in chiave storica, più liberale di quella prevista negli ordinari casi di acquisto di azioni proprie. In relazione a questi ultimi, infatti, solo con la riforma della II Direttiva ad opera della Direttiva 2006/68/CE è stato abolito il tassativo limite del dieci per cento del capitale sociale previsto in precedenza, ammettendosi oggi una mera facoltà per gli Stati membri di condizionare l'operazione di acquisto al rispetto di un limite al possesso di azioni proprie pari o superiore al dieci per cento (v. il novellato art. 19, comma 2°, lett. i, della II Direttiva)

<sup>117</sup> In tal senso CENTONZE (nt. 4), 60 ss.; CIOCCA (nt. 1), 49; BUSANI-SAGLIOCCA (nt. 105), 160; MAGLIULO (nt. 31), 119, testo e nt. 141.

<sup>118</sup> Cfr. CENTONZE (nt. 4), 61, testo e nt. 39.

Non sembrano, in definitiva, esservi valide giustificazioni per disapplicare in tale ipotesi il limite previsto dalla legge per il *genus* delle operazioni di acquisto di azioni proprie da parte di s.p.a aperte al mercato dei capitali e volto a tutelare la contendibilità del controllo di quest'ultime e il buon funzionamento del mercato<sup>119</sup>.

La violazione di questo limite (così come, in relazione a tutte le società per azioni, il riscatto di azioni non integralmente liberate o effettuato con somme eccedenti la parte disponibile del patrimonio netto<sup>120</sup>) *non comporta*, tuttavia, *l'inefficacia dell'acquisto*, bensì l'obbligo degli amministratori di alienare le azioni illegittimamente riscattate entro un anno<sup>121</sup>, nonché, ove ciò non avvenga, il loro annullamento con corrispondente riduzione del capitale sociale (cfr. art. 2357, comma 4°, c.c.).

Resta ovviamente ferma, peraltro, la possibilità di sanzionare la condotta illegittima degli amministratori a più livelli (: revoca per giusta causa; responsabilità verso la società; responsabilità diretta verso i soci riscattati *ex art. 2395 c.c.*).

Per concludere, pare opportuno spendere qualche considerazione circa le conseguenze – nella materia che qui interessa – dell'assenza (a seguito della modifica dell'art. 2357, comma 3°, c.c. ad opera del d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142) di un limite al possesso di azioni proprie nelle s.p.a. chiuse<sup>122</sup>.

---

<sup>119</sup> V., fra altri, BIONE (nt. 48), 362. Che tale sia la *ratio* del divieto è dimostrato, *a contrario*, dalla circostanza che l'art. 7, comma 3-*sexies*, della L. 10 febbraio 2009, n. 33 ha innalzato il tetto massimo al possesso di azioni proprie (dal dieci al venti per cento del capitale) al fine di rafforzare, nella generale congiuntura di crisi economica, gli strumenti di difesa delle società facenti ricorso al mercato dei capitali nei confronti di manovre speculative: v. PRESTI - RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, terza ed., Bologna, 2011, 407.

<sup>120</sup> Per la precisazione che il patrimonio distribuibile deve esistere (anche) al momento dell'acquisto delle azioni v., per tutti, CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, 84 ss.; PORTALE, *Una sentenza penale in tema di "bilancio regolarmente approvato" ex art. 2357, primo comma, c.c.*, in *Giur. comm.*, II, 1987, 462 ss.

Più incerte, invece, appaiono le conseguenze derivanti dalla mancanza dell'autorizzazione assembleare al riscatto, là dove prevista: assecondando la dottrina prevalente espressasi in tema di acquisto di azioni proprie, l'assemblea avrebbe un facoltà di ratificare successivamente l'operazione (v. PARTESOTTI (nt. 30), 390 ss.; CARBONETTI (nt. 120), 68; BIONE (nt. 48), 358; in giurisprudenza, Trib. Milano, 23 aprile 1990, in *Foro it.*, I, 1991, 920). Ma *contra* cfr. COTTINO, *Diritto commerciale*, 2. *Le società*, Padova, 1999, 321; MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992, 142.

<sup>121</sup> Non condivisibile è l'opinione di DE MARTINIS (nt. 36), 401 (cui *adde* BIONE, sub art. 2357-bis, in *Società di Capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004, 371), secondo il quale il termine per alienare le azioni riscattate da una s.p.a. "aperta" oltre la soglia del venti per cento del capitale sociale sarebbe, non quello annuale di cui all'art. 2357 c.c., bensì quello triennale contemplato dall'art. 2357-bis c.c. (come detto, disposizione pure fatta salva dall'art. 2437-*sexies* c.c.). L'agevolazione prevista dall'art. 2357-bis c.c., è prevista, infatti, in relazione a fattispecie non compatibili con il riscatto (v. *retro*, nt. 93 e cfr. CIOCCA (nt. 1), 49, nt. 94). D'altro canto, per il riscatto "finalizzato" alla riduzione (il solo contemplato dalla norma), la mancanza di un'uguale previsione è giustificata dal fatto che all'acquisto delle azioni segue in tal caso il loro annullamento.

<sup>122</sup> Secondo PRESTI-RESCIGNO (nt. 119), 407, pur in assenza di un limite esplicito, lo stesso dovrebbe ricavarsi implicitamente dalla disposizione di cui all'art. 2351, comma 2°, c.c., secondo cui il valore delle azioni a voto escluso o limitato "non può superare la metà del capitale sociale". Da tale norma deriverebbe, in particolare, che le società chiuse non potrebbero detenere più del cinquanta per cento delle proprie azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria (o eventualmente una percentuale anche minore, se vi fossero in circolazione azioni con diritto di voto istituzionalmente precluso o limitato). Ciò per evitare che la società possa essere controllata con un investimento ridotto

In forza della novella legislativa, le possibilità applicative del riscatto in tali società appaiono notevolmente rafforzate<sup>123</sup>, poiché, *in linea di principio*, la società potrebbe servirsi del potere riconosciutole dallo statuto per ritirare coattivamente anche *tutte le proprie azioni*, divenendo in tal modo unico socio di se stessa<sup>124</sup>.

---

(inferiore cioè, nel minimo, al 25,1 % del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria). In effetti, nella particolare ipotesi in cui la società venga a detenere, in forza dell'acquisto, più della metà delle azioni proprie, il conteggio delle stesse nei *quorum* costitutivi e deliberativi *ex art. 2357-ter*, comma 2°, c.c. *non comporta* – come invece accade ove non si superi questa soglia – *che la percentuale di capitale necessaria per controllare (di diritto) l'assemblea ordinaria resti immutata*. Ad esempio, se la società acquistasse l'ottanta per cento delle azioni proprie con voto pieno, è vero che il socio detentore del 10,1% di tali azioni non avrebbe astrattamente la possibilità di controllare l'assemblea ordinaria *in prima convocazione*, dal momento che la maggioranza necessaria per assumere una delibera sarebbe costituita in tale sede comunque dal 50,1% del capitale rappresentato da queste azioni. Tuttavia, una volta appurata l'oggettiva impossibilità di tenere l'assemblea in prima seduta (per insanabile mancanza del *quorum* costitutivo di cui all'art. 2368, comma 1°, c.c.), *in seconda convocazione*, dove *l'organo assembleare delibera quale che sia il capitale rappresentato* (cfr. art. 2369, comma 3°, c.c.), il socio in questione disporrebbe di una percentuale di voti sufficienti per esercitare un controllo di diritto sulla società.

Sembra il caso di osservare che, qualora si aderisca alla tesi del “limite implicito”, condividendone l'intento di preservare un (almeno minimo) bilanciamento fra rischio imprenditoriale e controllo, l'impatto sulla concreta operatività delle clausole di riscatto potrebbe essere non trascurabile: ad esempio, nella diffusa ipotesi in cui il meccanismo statutario fosse contemplato per valorizzare determinati profili soggettivi dei membri della compagine sociale, la sussistenza del limite in questione precluderebbe *a priori* la possibilità di perseguire l'interesse sociale nel caso in cui la perdita dei requisiti personali interessasse soci titolari di partecipazioni cospicue. Né parrebbe invocabile – onde ridimensionare la portata di questi effetti – l'argomento empirico secondo cui il socio di controllo, che si trovasse a perdere i requisiti contemplati dallo statuto, avrebbe comunque la possibilità di bloccare l'acquisto coattivo delle proprie azioni, precludendo la concessione della previa autorizzazione assembleare agli amministratori. Ciò, in particolare, se si condivide l'opinione esposta poco sopra nel testo, secondo cui – salva espressa presa di posizione in statuto di segno contrario – la delibera autorizzativa dell'assemblea ordinaria non sia necessaria per procedere al riscatto. E vedi le considerazioni svolte alla precedente nota 108.

<sup>123</sup> Cfr. ABRIANI, *Il capitale sociale dopo la “nuova” Seconda Direttiva e il d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. “semplificazione” della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in *Riv. dir. imp.*, 2009, 248 s.

<sup>124</sup> In concreto, tuttavia, va osservato che qualora la liquidazione delle azioni riscattate avvenisse secondo i criteri di cui all'art. 2347-ter c.c., comma 2°, c.c., la società non potrebbe lecitamente procedere ad un acquisto *contestuale* di tutte le proprie azioni. Infatti, poiché i criteri stabiliti da questa disposizione comportano che il valore attribuito alle azioni non possa essere inferiore nel minimo al valore contabile dei titoli (essendo, anzi, normalmente superiore), e dal momento che, al fine della determinazione di tale valore si tiene conto della consistenza del patrimonio netto (*ivi* inclusi, quindi, il capitale sociale nominale e le riserve indisponibili), a ben vedere la società non avrà utili distribuibili e riserve disponibili sufficienti per procedere ad un legittimo riscatto contemporaneo di tutte le partecipazioni. A tale risultato si potrebbe invece potenzialmente pervenire se fosse prestabilito nella clausola un prezzo di riscatto inferiore al valore contabile delle azioni al momento dell'esercizio del diritto potestativo (per la valutazione dell'ammissibilità, in linea generale, di tale determinazione del corrispettivo v. comunque il successivo par. 5).

Anche ove il valore delle azioni riscattate si determini in conformità all'art. 2437-ter c.c., al risultato della totale detenzione delle azioni proprie a seguito dell'operazione si potrebbe, tuttavia, pervenire se il riscatto sia stato *preceduto da altre operazioni di acquisto* da parte della società e le relative azioni siano ancora nel suo portafoglio.

Per l'ammissibilità dell'acquisto totalitario delle proprie azioni da parte della società v. STELLA RICHTER jr., *Novità in tema di acquisto delle proprie azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 298 ss.; ABRIANI (nt. 124), 249; D'ALONZO, sub art. 2357 c.c., in *Codice commentato delle società. Artt. 2247-2483 c.c.*, a

Non possono, tuttavia, sottovalutarsi le rilevanti conseguenze che deriverebbero da un tale acquisto (così come – occorre aggiungere – da un riscatto che, in presenza di partecipazioni prive del diritto di voto o con voto limitato alla sola assemblea straordinaria, portasse la società a detenere l'intero *stock* azionario con voto pieno)<sup>125</sup>: in considerazione del congelamento del diritto di voto per le azioni in portafoglio si determinerebbe, infatti, un'impossibilità di funzionamento dell'assemblea (e, cioè, ai sensi dell'art. 2484, n. 3, c.c., una causa di scioglimento della società) che gli amministratori dovrebbero rilevare alla prima occasione utile<sup>126</sup>. Né, del resto, il ripristino della funzionalità dell'assemblea ordinaria potrebbe passare, in linea generale<sup>127</sup>, da una tempestiva rivendita di azioni proprie, occorrendo, infatti, a tal fine una previa autorizzazione assembleare (cfr. art. 2357-ter, comma 1°, c.c.), che – per quanto detto – sarebbe impossibile da deliberare *successivamente* al riscatto<sup>128</sup>.

---

cura di Abriani e Stella Richter, Torino, 2010; NOBILI, *Appunti in tema di azioni proprie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 122 s.; in senso dubitativo SPOLIDORO, *Attuazione della direttiva 2006/68/CE su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, 74.

<sup>125</sup> Sembra opportuno osservare che – anche a voler condividere la tesi della sussistenza di un limite implicito al possesso di azioni proprie nelle s.p.a. chiuse (v. sopra, nota 122) – i casi “estremi” oggetto di analisi non parrebbero da considerarsi illegittimi. A ben vedere, infatti, non si produrrebbe in tal caso quell'effetto (: possibilità per un socio di controllare la società pur in forza di una partecipazione risibile al capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto nell'assemblea ordinaria) che spinge parte della dottrina a prospettare tale conclusione in via d'ortopedia interpretativa. Piuttosto, come subito si dice nel testo, l'assenza di soci (diversi dalla società) o, perlomeno, di soci che hanno facoltà di esercitare il voto nell'assemblea ordinaria comporterebbe la paralisi dell'organo e, quindi, una causa di scioglimento della società.

<sup>126</sup> Si è osservato in dottrina (ABRIANI (nt. 123), 250; STELLA RICHTER *jr.* (nt. 124), 299) che il periodo transitorio decorrente prima dell'accertamento della causa di scioglimento potrebbe essere più esteso nelle società organizzate secondo il modello dualistico, rispetto a quelle che adottano il sistema tradizionale. In quest'ultime, infatti, lo scioglimento verrebbe accertato (al più tardi) al momento dell'approvazione del bilancio dell'esercizio in cui è avvenuto l'acquisto. Nelle seconde, invece, dove – come noto – l'approvazione del bilancio spetta al consiglio di sorveglianza, lo iato temporale potrebbe spingersi fino al termine (eventualmente più lungo) in cui si renda necessaria una nuova nomina dei suoi componenti: ciò, in particolare, a condizione che la società non produca *medio tempore* utili, poiché in tal caso occorrerebbe convocare l'assemblea ordinaria per deliberare sulla loro destinazione.

Va osservato che nel caso limite di riscatto di tutte le azioni in circolazione, si porrebbe poi il delicato problema di individuare le regole di liquidazione della società unico socio di se stessa (c.d. *Keinmanngesellschaft*). Nel senso dell'applicazione analogica della disciplina della devoluzione dei beni delle fondazioni sciolte (art. 31 c.c.), sull'assunto dell'assimilazione della società senza soci ad “una fondazione con scopo di lucro, ma senza possibilità di sua distribuzione o destinazione”, v. STELLA RICHTER *jr.* (nt. 124), 300, il quale alternativamente prospetta l'estensione per analogia del principio di cui all'art. 586 c.c. sulla successione dello Stato in mancanza di altri destinatari.

Parlava già di una “trasformazione in un corpo morale” della s.p.a. che riacquistasse la totalità delle proprie azioni VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, V ed., II, Milano, 1923, 325.

<sup>127</sup> Salvo, cioè, che non vengano adottate le particolari misure suggerite subito oltre nel testo.

<sup>128</sup> Gli amministratori, certo, potrebbero procedere alla vendita delle azioni, pur in assenza della relativa “copertura” assembleare: ma, a parte la responsabilità cui eventualmente potrebbero andare incontro, tutt'altro che pacifiche sono le conseguenze della mancata autorizzazione sull'atto di cessione: nel senso della validità dell'atto v., ad esempio, PARTESOTTI (nt. 30), 431; CARBONETTI (nt. 120), 127, BERNARDI-GANDINI, sub art. 2357-ter, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, I,

Sembra possibile, tuttavia, individuare alcuni accorgimenti in grado di precludere (se indesiderata) la dissoluzione della società che conseguirebbe all'acquisto coattivo nelle peculiari fattispecie in analisi. In particolare:

i) con soluzione drastica, i soci potrebbero anzitutto fissare nello statuto un tetto al possesso di azioni proprie con diritto di voto nell'assemblea ordinaria che la società è autorizzata a detenere a seguito del riscatto<sup>129</sup>. Tale limite andrebbe ad operare *in aggiunta* a quello relativo al numero massimo di azioni assoggettabili a riscatto deducibile dalla clausola<sup>130</sup>, circoscrivendo ulteriormente la discrezionalità degli amministratori nell'avvalersi del potere di acquisto unilaterale.

ii) in alternativa, adattando la facoltà riconosciuta dall'art. 2357-ter, comma 2°, ultimo periodo, c.c., si potrebbe ipotizzare che la clausola statutaria autorizzi *direttamente* gli amministratori a procedere, una volta effettuato un riscatto che comporti il possesso di tutte le azioni (ovvero anche del solo *stock* fornito di diritto di voto), alla vendita di un certo numero di azioni – stabilendone le modalità<sup>131</sup> – così da ripristinare il regolare funzionamento dell'assemblea ordinaria<sup>132</sup>. In tal modo, gli amministratori avrebbero la necessaria “copertura” per procedere legittimamente a una cessione di azioni proprie e per assicurare, pertanto, la possibilità di deliberare all'organo assembleare<sup>133</sup>.

iii) in terzo luogo, nel caso in cui lo statuto contenga la previa sottoposizione del riscatto all'autorizzazione assembleare, i soci potrebbero decidere di rimettere alla medesima assemblea la valutazione nel caso concreto dell'opportunità (oltre che della realizzazione dell'acquisto dagli esiti potenzialmente dissolutori) anche della

---

Torino, 2009, 383 s.; *contra*, nel senso della nullità, FRÈ-SBISA, *Società per azioni*, VI ed., in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, 1997, 416 ss.; in giurisprudenza ha ritenuto invece annullabile la cessione Cass., 1 aprile 1996, n. 3012, in *Società*, 1996, 1152 ss.

Va da sé, che qualora in forza del riscatto si determinasse una potenziale *impasse* della sola assemblea straordinaria (per impossibilità di raggiungere i relativi *quorum* costitutivi o deliberativi, almeno in seconda convocazione – v. art. 2369, comma 3°, c.c.), gli amministratori sarebbero invece sempre in grado di ricevere l'autorizzazione dell'assemblea ordinaria alla vendita del numero di azioni proprie sufficiente a consentire l'adozione delle delibere che si rendessero opportune.

<sup>129</sup> Qualora si condivida la tesi della sussistenza di un implicito limite legale al possesso di tali azioni, il tetto statutario dovrà essere inferiore al cinquanta per cento delle stesse.

<sup>130</sup> Si immagini che, al verificarsi della circostanza prevista, siano riscattabili le (sole) azioni di una predeterminata categoria: ferma la possibilità per gli amministratori di acquistare (al massimo) tutte le azioni di categoria, là dove il riscatto dell'intero *stock* determinasse il superamento del limite statutario al possesso di azioni proprie (eventualmente, perché preceduto da altre operazioni di acquisto di azioni ancora in portafoglio) l'organo amministrativo sarebbe tenuto a rispettarlo, pena, in difetto, l'inefficacia dell'acquisto “sopra soglia”.

<sup>131</sup> Al fine di limitare la discrezionalità degli amministratori la clausola dovrebbe in particolare specificare, le modalità di offerta delle azioni, il termine entro cui porre in essere la vendita e (anche *per relationem*) il corrispettivo (minimo) a cui attenersi: v., in tema di delibera autorizzativa del *trading* di azioni, CERRATO, sub *artt. 2357-2357-quater*, in *Il nuovo diritto societario*, commentario diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, \*\*, Bologna, 2004, 416 ss.

<sup>132</sup> Se si aderisce all'interpretazione che ricava dall'art. 2351, comma 2°, c.c. un limite al possesso di azioni proprie con voto nell'assemblea ordinaria, la cessione dovrebbe interessare non meno del 50 % delle azioni in portafoglio, sì da rispettare, a seguito dell'operazione, il tetto legale.

<sup>133</sup> Con riferimento all'ipotesi “estrema” della *Keinmanngesellschaft* a seguito di acquisto di azioni proprie, valorizzano la previa autorizzazione assembleare al *trading* azionario, come mezzo per consentire agli amministratori di evitare la causa di scioglimento di cui all'art. 2484, n. 3. c.c., STELLA RICHTER *jr.* (nt. 124), 299 e ABRIANI (nt. 123), 250.

contestuale concessione del *placet* alla rivendita, al fine di permettere all'organo amministrativo di scongiurare lo scioglimento della società<sup>134</sup>.

#### 5) *Il corrispettivo del riscatto.*

Per quanto concerne la determinazione del corrispettivo da riconoscere al socio riscattato, l'art. 2437-*sexies* c.c. rinvia alla disciplina prevista dall'art. 2437-*ter* c.c. per il rimborso delle azioni del socio recedente, "in quanto compatibile".

A differenza di quanto si è avuto modo di osservare in precedenza con riferimento al richiamo delle norme procedimentali dettate dall'art. 2437-*quater* c.c., il quale – in considerazione dell'incompatibilità strutturale e funzionale del riscatto potestativo rispetto al recesso – è da considerarsi sostanzialmente lettera morta<sup>135</sup>, il rinvio alla disciplina in tema di *exit* volontario da parte del socio, sotto il profilo che s'intende ora analizzare, si presta *prima facie* ad un ben più agevole lettura.

In linea di principio, la scelta del legislatore sul punto può essere, infatti, considerata razionale e opportuna. Da un punto di vista sostanziale, essa risponde all'esigenza – già segnalata dalla dottrina pre-riforma – che siano prestabiliti "criteri obbiettivi per la determinazione del prezzo del riscatto"<sup>136</sup>, sì da impedire il conferimento al soggetto riscattante di un'arbitraria discrezionalità nell'individuazione del corrispettivo, e, con essa, fra l'altro, il rischio di trattamenti disparitari dei soci volta a volta soggetti a riscatto<sup>137</sup>. Sotto il profilo equitativo, poi, il riferimento al valore di mercato (nelle s.p.a. con azioni quotate)<sup>138</sup> ovvero al valore

---

<sup>134</sup> Per concludere sul punto, sembra necessaria un'ultima notazione. Qualora lo statuto non prevedesse la soluzione indicata nel testo sub *i*), né sancisse in generale l'onere di sottoposizione del riscatto alla previa autorizzazione dell'assemblea, a ben vedere si verrebbe a concedere agli amministratori un *del tutto incondizionato* potere di determinare lo scioglimento della società, esercitando la facoltà di acquisto. Orbene, se nell'ipotesi contemplata nel testo sub *ii*) la stessa formulazione della clausola certificherebbe una piena consapevolezza dei soci nell'affidare *a priori* una tale facoltà agli amministratori, *in caso di silenzio della stessa sul punto*, solo con un'interpretazione arbitraria si potrebbe dedurre questa sorta di autorizzazione generale alla realizzazione di un riscatto dagli esiti dissolutivi. In tale ultima ipotesi, dunque, onde evitare che una decisione tanto grave da mettere a repentaglio la stessa sopravvivenza della società venga assunta senza alcun contributo dei soci, sembra preferibile ritenere che riemerge eccezionalmente l'obbligo degli amministratori di sottoporre (*ex lege*) alla previa valutazione dell'assemblea – perché assuma le determinazioni del caso (v. nel testo sub *iii*) – *le singole operazioni di riscatto* che, nel caso concreto, determinerebbero, ove realizzate, la dissoluzione della società. Se si aderisce all'interpretazione proposta nelle pagine precedenti, queste peculiari ipotesi di riscatto da parte della società sarebbero, pertanto, le uniche a necessitare un'autorizzazione assembleare (non per scelta statutaria ma) in via legale.

<sup>135</sup> Si è visto in precedenza che l'unico valore riconducibile al rinvio all'art. 2347-*quater* c.c. è quello di fornire un criterio di *default* circa il *modus operandi* del riscatto, là dove la clausola riconosce genericamente un potere di riscatto ai soci: sul punto cfr. Cap. II, par 3.

<sup>136</sup> Così PORTALE (nt. 30), 774.

<sup>137</sup> V. CALVOSA (nt. 1), 275 s.

<sup>138</sup> Ai sensi dell'art. 2437-*ter*, comma 3°, c.c. "il valore di liquidazione delle azioni quotate nei mercati regolamentati è determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso". Per l'adattamento, sotto il profilo procedurale, di tale disposizione alle fattispecie di riscatto potestativo, v. *infra* nel testo.

effettivo (nelle altre s.p.a.)<sup>139</sup> appare idoneo a salvaguardare l'interesse economico del socio, costretto a subire il disinvestimento coattivo dalla società, a ricevere un giusto corrispettivo<sup>140</sup>; infine, da un punto di vista sistematico, l'opzione prescelta si pone in linea con quanto previsto nei casi di esclusione dalle società di persone, dalla società cooperativa e dalla s.r.l. (cui, come più volte detto, il riscatto potestativo – per lo meno in alcune sue varianti – può esser funzionalmente accostato), dove pure i criteri per la determinazione del valore della quota del socio escluso sono uniformi a quelli previsti per il recesso (cfr. gli artt. 2289 e 2535 c.c., nonché, per la s.r.l., l'art. 2473-*bis* c.c., il quale – con tecnica legislativa che ricalca quella in materia di riscatto azionario – rinvia sul punto ai criteri dettati in tema di recesso dal precedente art. 2473 c.c.)<sup>141</sup>.

Ciò premesso in linea generale, occorre tuttavia aggiungere che il tema del corrispettivo del riscatto presenta insidie interpretative non indifferenti, qualora si scenda alla considerazione di alcuni profili specifici. In particolare, occorre chiedersi: a) se e in che misura i criteri di determinazione di cui all'art. 2437-*ter* c.c. possano essere derogabili dall'autonomia statutaria; b) in che modo i meccanismi di valutazione *ivi* previsti, se del caso, trovino concretamente applicazione, dal punto di vista procedurale, in caso di riscatto.

A) Muovendo dalla considerazione del primo dei due profili divisati, occorre in via preliminare osservare che, nel silenzio dello statuto, pare indubbio che i criteri legali richiamati dall'art. 2437-*sexies* c.c. *integrino la disciplina statutaria* e debbano quindi essere rispettati per determinare il valore delle azioni riscattabili<sup>142</sup>.

Ciò su cui occorre interrogarsi è, invece, se ai soci possa essere riconosciuta la possibilità di scostarsi dai criteri di legge (che allora opererebbero come meri criteri

---

<sup>139</sup> Ex art. 2437-*ter*, comma 2°, c.c. “il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni”.

<sup>140</sup> Già prima della riforma, in ordine all'esigenza di contemplare criteri di rimborso delle azioni riscattate non vessatori, ma adeguati al valore delle azioni riscattate, v., in giurisprudenza, App. Milano, 14 luglio 1982, in *Giur. Comm.*, II, 1983, 397 ss. e in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1983, 400 ss.; in dottrina, giudicava incongrui criteri di rimborso che non tenessero conto del valore *reale* delle azioni, CALVOSA (nt. 1), 278 ss.; e cfr. pure PRESTI (nt. 30), 408, il quale, profilando la soluzione poi espressamente accolta dal legislatore della riforma, proponeva – pur nel silenzio della clausola – di far riferimento ai criteri stabiliti dalla legge per il caso di recesso. È il caso di ricordare, tuttavia, che prima della riforma del diritto societario – come del resto riconosciuto dallo stesso A. da ultimo citato – nelle s.p.a. “chiuso” i parametri previsti dalla legge per il rimborso delle azioni del socio receduto non erano propriamente equi da un punto di vista oggettivo, dovendosi far riferimento al mero valore *contabile* dei titoli risultante dall'ultimo bilancio di esercizio. Di qui le critiche di CALVOSA (nt. 1), 279 s. La questione può peraltro dirsi superata alla luce della novella legislativa del 2003, la quale – in un'ottica di maggior tutela del diritto di *exit* – ha modificato i criteri legali, prevedendo, come appena ricordato nel testo, la valorizzazione delle azioni al *fair value*. Sul punto v., per tutti, FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, seconda ed., Milano, 2009, 154 ss.

<sup>141</sup> Va inoltre ricordato che anche nell'ipotesi legale di riscatto potestativo di cui all'art. 111 t.u.f. il legislatore si è curato di predeterminare il corrispettivo, in linea di massima individuandolo, stante la particolarità della fattispecie, con quello dell'offerta totalitaria che ha portato alla detenzione di una partecipazione almeno pari al novantacinque per cento (cfr. art. 108, commi 3° 4° e 5°, t.u.f., richiamati al secondo comma del citato art. 111).

<sup>142</sup> In senso conforme v. MALIMPENSA (nt. 1), 244.

suppletivi) o se piuttosto la disciplina in tema di valorizzazione delle azioni soggette a riscatto debba ritenersi *inderogabile*.

Per la verità, un margine per la modulabilità statutaria dei criteri di determinazione del corrispettivo da versare in caso di riscatto sembra dischiuso direttamente dall'art. 2437-*ter* c.c., là dove (cfr. comma 4°) si autorizza lo statuto a stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione delle azioni del socio receduto, in particolare “indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione”<sup>143</sup>.

Tuttavia, non sembra che l'apertura all'autonomia privata nella determinazione del corrispettivo di riscatto debba ritenersi compressa negli (angusti) limiti risultanti dal dato testuale della disposizione da ultimo ricordata. Facendo proprie le conclusioni della dottrina più liberale in tema di liquidazione delle azioni del socio receduto<sup>144</sup>, sembra, infatti, possibile ammettere scostamenti rispetto ai criteri legali *ulteriori* rispetto a quelli espressamente contemplati nell'art. 2437-*ter*, comma 4° c.c. Ciò che – si badi – *non comporta però che qualsiasi criterio di valorizzazione delle azioni riscattabili possa ritenersi ammissibile*, occorrendo a tal fine valutarne la compatibilità con i principi inderogabili del sistema.

In tale ottica, un sicuro limite alla (pur rafforzata) libertà statutaria è costituito dall'impossibilità di attribuire al mero arbitrio del riscattante la determinazione del prezzo: ciò, prima ancora che per i possibili abusi che – come poco sopra ricordato – potrebbero realizzarsi nel concreto esercizio del potere unilaterale d'acquisto<sup>145</sup>, in considerazione del dato civilistico che preclude di rimettere alla totale discrezionalità di una delle parti di una relazione contrattuale la determinazione della prestazione dedotta in contratto<sup>146</sup>.

---

<sup>143</sup> È discusso in dottrina se la facoltà di scostamento dai criteri legali in via di autonomia statutaria si estenda anche alle s.p.a. quotate: in senso affermativo v., ad esempio, GABRIELLI, *La disciplina del recesso nel nuovo diritto societario*, in *Studium iuris*, 2004, 734; RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, 929; VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni del socio in caso di recesso*, in *Riv. soc.*, 2005, 423 ss.; *contra*, valorizzando fra l'altro il dato testuale del terzo comma dell'art. 2437-*ter* c.c., che per le società quotate impone di fare “esclusivo” riferimento ai valori di borsa (v. la precedente nota 138), MARASÀ, *sub artt. 2437-2437-quinquies*, in MARASÀ-CIOCCA, *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, Padova, 2011, 22; STELLA RICHTER jr., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2004, 399, ove altri riferimenti.

<sup>144</sup> Cfr. VENTORUZZO (nt. 143), 408, il quale riconosce valore solo esemplificativo alla lettera dell'art. 2437-*ter*, comma 4°, c.c., ritenendo pertanto lecite anche deroghe fondate su parametri diversi da quelli *ivi* espressamente contemplati; in senso adesivo v. G.F. CAMPOBASSO (nt. 50), nt. 22. Per l'opposta interpretazione restrittiva, cfr. FRIGENI (nt. 140), 174 ss.; MARASÀ (nt. 143), 23.

<sup>145</sup> Rischi che, in effetti, parrebbero poter essere neutralizzati invocando quei principi (: parità di trattamento; esecuzione in buona fede del contratto) che già sono stati chiamati in causa ad altri fini nella dissertazione (v. *supra*, par. 2) e che, sotto il profilo ora in discorso, comporterebbero l'obbligo di un trattamento economico omogeneo per i soci “riscattati” in esecuzione della clausola, anche se in momenti cronologicamente differenziati.

<sup>146</sup> V. GALLETTI (nt. 31), 1639, il quale (*ivi*, nota 14) richiama l'insegnamento, fra gli altri, di BARASSI, *La teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1963, 172 s. e di BIANCA, *Diritto civile*, 4, Milano, 1993, 519. Astrattamente, la determinazione arbitraria del corrispettivo di riscatto potrebbe invece essere ammessa nel caso in cui la clausola delegasse il relativo potere ad un terzo (cfr. art. 1349 c.c.). Tuttavia, ove si contemplasse questo procedimento di determinazione del corrispettivo,

Pare invece assai più insidioso stabilire se sussistano valide ragioni sistematiche per negare l'ammissibilità di clausole che prevedano criteri di determinazione del corrispettivo di riscatto *peggiorativi* (anche solo in potenza) rispetto a quelli legali. È – quest'ultimo – un problema interpretativo che si pone peraltro non solo con riferimento alle deroghe statutarie che esorbitano dal perimetro letteralmente fissato dall'art. 2437-*ter*, comma 4°, c.c., ma anche per quelle che vi rientrano<sup>147</sup>.

Nel panorama interpretativo successivo alla riforma è riscontrabile una certa convergenza nel sostenere *l'opinione negativa*. È il caso, dunque, di scendere alla valutazione puntuale delle ragioni che sono invocate a sostegno di tale tesi, al fine di vagliarne la plausibilità.

In primo luogo, pare difficile condividere l'opinione di quanti pretendono di fondare l'impossibilità di contemplare in statuto criteri di valutazione per le azioni riscattabili penalizzanti rispetto a quelli legali sul dato letterale dell'art. 2437, ultimo comma, c.c., il quale prevede la nullità di ogni patto volto a rendere più gravoso l'esercizio del diritto di recesso nelle ipotesi legali inderogabili<sup>148</sup>. Tralasciando il mancato richiamo alla norma in questione nell'art. 2437-*sexies* c.c. (di per sé non decisivo)<sup>149</sup>, è infatti il filtro di compatibilità, alla luce del quale occorre valutare il rinvio alle disposizioni in tema di recesso, che pare ostare alla traslazione di tale principio all'ipotesi del riscatto. A ben vedere, infatti, l'inammissibilità della previsione di criteri di liquidazione peggiorativi delle azioni del socio receduto è, in linea di principio, indice della volontà del legislatore di tutelare in senso "forte" quei soci che non contribuiscono a deliberazioni determinanti un mutamento significativo dell'organizzazione sociale: di qui l'attribuzione a tali soci di un insopprimibile potere di reazione *ex lege* il quale, per essere pienamente efficace, deve garantire al

---

l'ipotetica valutazione "al ribasso" da parte del terzo rispetto al valore che emergerebbe servendosi dei criteri legali di cui all'art. 2437-*ter* c.c., implica la necessità di vagliare, sotto questo profilo, l'ammissibilità della clausola. E v., sul punto, le considerazioni che seguono nel testo.

<sup>147</sup> In via incidentale, è il caso di osservare che una conclusione nel senso dell'inammissibilità pare imporsi senz'altro ove la clausola preveda (non la determinazione di un corrispettivo, sia pur inferiore a quello legale, ma più drasticamente) un riscatto a titolo gratuito o anche a prezzo irrisorio. Sul punto v. le considerazioni di CALVOSA (nt. 1), 276 s., testo e nt. 98, che giudica incompatibile con la causa di liberalità la posizione di soggezione in cui tipicamente versa il riscattato, richiamando a tal fine la dottrina civilistica che nega la possibilità di contrarre un'obbligazione a donare.

<sup>148</sup> In tal senso v. la motivazione della *Massima n. 99*, in *Massime notarili in materia societaria*, elaborate dalla Commissione per i principi uniformi in tema di società, IV ed., Milano, 2009; cfr. pure il Lodo arbitrale del 29 luglio 2008 (c.d. Lodo Mazzoni), in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 2009, 505 s., il quale invoca la norma *de qua* (ritenendola espressione di un principio generale) per ritenere illegittime clausole che programmaticamente prevedano alienazioni forzose ad un prezzo inferiore a quello che per legge sarebbe il valore minimo di liquidazione in caso di recesso. In dottrina v. pure ANGELICI (nt. 12), 39, il quale valorizza la (pretesa) imperatività del corrispettivo in caso di riscatto statutario rispetto alla libera determinazione del prezzo che si ha nelle ordinarie ipotesi negoziali in cui un socio conceda un potere di "call", per valorizzare la portata organizzativa, che – nell'ottica fatta propria dall'A. – il patto (propriamente sociale) di riscatto dovrebbe assumere: sul punto v. *retro*, Cap. II, par. 1.

Nel senso dell'inapplicabilità dell'art. 2437, comma 6°, c.c. alle ipotesi di riscatto cfr. invece GALLETTI (nt. 31), 1638.

<sup>149</sup> Fondano invece la derogabilità *in peius* dei criteri legali previsti in caso di recesso sul dato letterale del mancato rinvio nella norma in tema di riscatto statutario all'art. 2437, ult. comma, c.c. ENRIQUES-SCASSELLATI SFORZOLINI, *Adeguamenti statutarie: scelte di fondo e nuove opportunità nella riforma societaria*, in *Notariato*, 2004, 70.

socio condizioni economiche non inferiori al *fair value* delle sue partecipazioni al momento della dichiarazione di recesso. Viceversa, nel riscatto, la preventiva programmazione statutaria delle ipotesi in cui si può pervenire al disinvestimento (sebbene non in forza di una decisione volontaria del socio, ma da questi subita) sembrerebbe comportare la possibilità di determinare con maggior libertà le condizioni economiche dell'acquisto, trattandosi di regole preventivamente pianificate in esercizio dell'autonomia privata<sup>150</sup>.

D'altra parte, nemmeno l'accostamento, sotto questo profilo, con le ipotesi statutarie di esclusione (dalla s.r.l.) sembra fornire spunti decisivi per corroborare la conclusione di segno negativo sul tema in discussione. In primo luogo, è tutt'altro che pacifico in dottrina che i criteri di liquidazione della quota in caso di recesso, richiamati dall'art. 2473-*bis* c.c., siano inderogabili *in peius* al momento

---

<sup>150</sup> In senso simile, prima della riforma, v. PRESTI (nt. 30), 408, il quale, valorizzando la natura convenzionale del riscatto, prospettava (sia pur in termini dubitativi) la possibilità di prevedere in statuto deroghe (anche) in senso peggiorativo dei criteri legali previsti per il caso di recesso, cui – secondo l'A. – occorreva ricorrere (solo) in via suppletiva.

Va del resto sottolineato che, se si guarda alla disciplina comunitaria, nonché a quella prevista in altri ordinamenti, si può trarre un comune principio di libera determinazione statutaria del corrispettivo di riscatto. In particolare, la II Direttiva si limita a stabilire genericamente che “le condizioni e le modalità del riscatto sono fissate dallo statuto o dall'atto costitutivo”, aggiungendo che, qualora venga fissato il versamento di un “premio di riscatto” successivamente all'acquisto, lo stesso può essere in linea di principio corrisposto solo attingendo alle poste disponibili del patrimonio netto (v. art. 39, lett. c e g).

La stessa genericità caratterizza gli indici normativi ricavabili dall'ordinamento inglese, dove – come già ricordato (*supra*, par. 4, nota 99) – il corrispettivo (così come gli altri elementi del riscatto) può essere determinato dagli stessi amministratori al momento dell'emissione delle *redeemable shares*.

Nel diritto spagnolo, ricalca sostanzialmente il tenore letterale dell'art. 39, lett c), della II Direttiva l'art. 500, comma 1°, LSC, là dove si prevede che “*en el acuerdo de emisión [de las acciones rescatables] se fijarán las condiciones para el ejercicio del derecho de rescate*”. E in dottrina, in ordine alla piena libertà nella fissazione del corrispettivo v. DEL POZO (nt. 52), 268; DE LA CONCEPCION CHAMORRO DOMINGUEZ (nt. 52), 465 ss.; YANES, *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, Madrid, 2004, 159 ss.

Allo stesso risultato interpretativo pervengono – nel silenzio delle rispettive norme di riferimento sul punto (§ 237 AktG; artt. L. 228-12, *alinéa* 2, e L. 228-20 *Code comm.*) – la dottrina tedesca e quella francese: v. LUTTER, sub § 237, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1970, 682; LE NABASQUE-BARBIER, *Le clauses léonines*, in *Actes pratiques. Droits des sociétés*, 1996, 19 ss.; MORTIER (nt. 38), 653, il quale peraltro solleva dubbi in ordine alla legittimità del prezzo fisso, rimarcando il rischio che la giurisprudenza possa giudicare leonina la clausola in discorso (cfr. anche *infra*, nel testo).

Anche estendendo l'analisi al diritto d'oltreoceano, l'utilizzo delle azioni riscattabili in ottica prettamente finanziaria fa sì che la libera determinazione delle parti nella fissazione del corrispettivo negli *articles of incorporations* non incontri limiti legali. Per una sintesi dei più comuni criteri a tal fine prescelti v. NOTE (nt. 38), 986 e 996 ss. Appare del resto significativo che la giurisprudenza americana sia compatta nel respingere le richieste tese a contestare la validità del riscatto posto in essere – in esecuzione di quanto previsto in statuto – a valori iniqui, invocando a tal fine la conoscenza delle condizioni d'acquisto in capo ai titolari delle *redeemable shares* al momento della sottoscrizione o dell'acquisto: v. ad esempio, *Grubb v. Bagley*, No. Civ. A. No. 13882-NC, 1998 WL 92224 (Del. Ch. 25 feb. 1998); *Baron v. Wolf*, No. 4972, 1976 WL 244 (Del. Ch. Jan 15, 1976); *Corbett v. McClintic-Marshall Corp.*, 151 A. 218, 221 (Del Ch. 1930). E cfr. le considerazioni sul punto di COATES, *Fair Value” as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority Discounts in Conflict Transactions*, in 147 *U. Pa. L. Rev.*, 1999, 1291 ss.

dell'introduzione in statuto di una causa di esclusione<sup>151</sup>; inoltre – come più volte ricordato – il riscatto di azioni si presta ad essere utilizzato per assolvere anche a funzioni differenti dall'espulsione di membri della compagine sociale secondo criteri soggettivi. Sicché, se anche appare difficile ipotizzare (non in astratto, ma in concreto) che i soci, nel contemplare una clausola di riscatto volta alla personalizzazione della compagine sociale, accettino la possibilità di essere costretti al disinvestimento dalla società ricevendo un corrispettivo inferiore al valore reale delle proprie partecipazioni, in altri casi – come a breve si dirà – una tale eventualità potrebbe essere ritenuta ragionevole, in considerazione dei diversi interessi perseguiti.

Né, in senso ostativo a tale possibilità, sembra assumere rilievo decisivo il diffuso argomento dottrinale secondo cui l'inderogabilità in *peius* dei criteri di cui all'art. 2437-ter c.c. deriverebbe dalla necessità di tutelare l'interesse individuale dei soci, i quali – se costretti a subire un sostanziale “esproprio” (totale o parziale) della propria partecipazione sociale per iniziativa del riscattante – dovrebbero vedersi riconosciuto un corrispettivo *adeguato*<sup>152</sup>. Infatti, in assenza di principi inderogabili desumibili dal sistema<sup>153</sup>, non sembra che la sussistenza di tale (pur meritevole) esigenza equitativa debba necessariamente portare a ritenere illeciti patti in forza dei quali i soci, nell'esercizio della loro autonomia privata, ne contemplino il sacrificio<sup>154</sup>. Piuttosto,

---

<sup>151</sup> In senso contrario v., ad esempio, PETRAZZINI, *L'esclusione del socio nella s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, a cura di Sarale, Bologna, 2008, 289 s. il quale valorizza a tal fine la fonte convenzionale delle cause di esclusione, sottolineando il parallelo con le ipotesi statutarie di recesso, ove pure si ritiene diffusamente che i criteri legali di liquidazione possano essere derogati al ribasso (nello stesso senso, in tema di s.p.a., v., per tutti, MARASÀ (nt. 143), 23; STELLA RICHTER jr. (nt. 143), 400). Nel senso dell'inderogabilità in *peius* cfr., invece, ZANARONE (nt. 34), 880 s., nt. 78; Trib. Lucca 11 gennaio 2005, in [www.iudicium.it](http://www.iudicium.it).

<sup>152</sup> V. in tal senso ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, a cura di Abriani-Ambrosini-Cagnasso-Montalenti, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, vol. IV, Padova, 2010 323; PACIELLO, sub art. 2437-sexies, in *Società di capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, vol. II, Napoli, 2004, 1148; MAGLIULO (nt. 31), 115; GALLETTI, sub art. 2437-sexies, in *Codice commentato delle società. Artt. 2247-2483 c.c.*, a cura di Abriani e Stella Richter, Torino, 2010, 1657, il quale invece in precedenza (ID. (nt. 31), 1638) si limitava a segnalare il rischio di comportamenti opportunistici derivante dall'adozione di criteri peggiorativi, senza tuttavia ritenerli inammissibili; CIOCCA (nt. 1), 39, la quale pure ritiene illeciti (ove il riscatto compete alla società) scostamenti “al rialzo” rispetto ai criteri legali, diversi da quelli contemplati nell'art. 2437-ter, comma 4°, c.c.. Nel senso dell'inderogabilità in *peius* v. anche, *en passant*, CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. Comm.*, 2006, 200; BARTALENA (nt. 35), 939; in termini dubitativi SFAMENI (nt. 44), 173, nt. 239.

Utilizza l'argomento di cui al testo, per negare l'ammissibilità di criteri penalizzanti per liquidare il socio escluso da una s.r.l., ZANARONE (nt. 34), 880 s., nt. 78.

<sup>153</sup> A tal proposito, si è già segnalata in precedenza l'impossibilità di invocare l'art. 2437, ult. comma, c.c. Uscendo dall'ambito societario, occorre inoltre aggiungere che neppure sembra possibile chiamare in causa i principi costituzionali in materia di tutela della proprietà (cfr. artt. 42 e 43 della Costituzione), dal momento che l'“esproprio” della partecipazione sociale può dirsi avvenire con il consenso (diretto o indiretto) del socio che la subisce: v. le considerazioni che subito seguono nel testo.

<sup>154</sup> Si esprime nel senso della piena derogabilità dei criteri legali di determinazione del corrispettivo (: anche in *peius*) DE LUCA, (nt. 23), 182 e 185, il quale tuttavia non prende posizione sui profili che subito seguono nel testo; in termini dubitativi v. SPOLIDORO, *La riduzione del capitale sociale*, in AA. VV., *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e sui modelli statutarî*, Milano, 2003, 196.

il problema che si pone è quello di valutare le *condizioni in presenza delle quali può ritenersi lecito il sacrificio dell'interesse economico individuale del socio passibile di riscatto*.

Da questo punto di vista, occorre osservare che nessun problema sembra porsi con riferimento ai meccanismi di riscatto potestativo introdotti *ab origine* in società: in tal caso, infatti, la previsione di criteri di liquidazione peggiorativi rispetto a quelli legali passa per il *necessario consenso dei soci* (tutti o anche solo alcuni) potenzialmente interessati dall'acquisto coattivo delle proprie azioni. Allo stesso modo, la sottoscrizione di azioni riscattabili a valori (anche solo potenzialmente) penalizzanti in sede di aumento di capitale, comporta l'espressa accettazione delle condizioni di riscatto da parte del sottoscrittore. Così come, del resto, l'acquirente di azioni riscattabili già emesse può dirsi acconsentire (sia pur in via indiretta) alle condizioni (anche economiche) stabilite in statuto ai fini dell'acquisto coattivo<sup>155</sup>.

Sembra, dunque, che *l'unica ipotesi concreta* in cui l'interesse economico individuale del socio all'equa valorizzazione della propria partecipazione in caso di riscatto potrebbe astrattamente essere sacrificato a prescindere dal proprio (diretto o indiretto) consenso è quella dell'introduzione del congegno statutario di acquisto coattivo *durante societate*, in particolare là dove interessi potenzialmente tutte le azioni già in circolazione<sup>156</sup>.

Senza voler anticipare in questa sede un'analisi che verrà compiutamente condotta nel prosieguo, la questione non avrebbe per vero ragione di porsi accogliendo l'indirizzo dottrinale che ritiene a tal fine *in ogni caso* necessario il consenso unanime dei soci per la validità della delibera modificativa dello statuto. Viceversa, aderendo alla diversa tesi che reputa sufficiente (in linea di principio) il rispetto degli ordinari *quorum* deliberativi dell'assemblea straordinaria per introdurre la clausola, resterebbe da chiedersi se, almeno nella particolare ipotesi in cui si prevedano criteri di liquidazione "al ribasso" rispetto a quelli legali, debba ritenersi necessaria l'unanimità dei consensi<sup>157</sup>; o se, piuttosto, possa ritenersi a tal fine sufficiente il

---

<sup>155</sup> In ottica comparatistica, cfr. le valutazioni della giurisprudenza americana riportate alla precedente nota 150.

<sup>156</sup> Nessun dubbio sussiste, invece, sulla necessità del consenso degli interessati, là dove si intenda modificare *solo alcune* delle azioni già emesse in azioni riscattabili: sul punto, si veda – per maggiori approfondimenti – il successivo par. 6.

<sup>157</sup> In via incidentale può osservarsi che le considerazioni che precedono nel testo, e – in particolare – la soluzione da ultimo profilata, potrebbero essere chiamate in causa anche per fini diversi da quello ora in considerazione. Nello specifico, si potrebbe forse ritenere che il consenso individuale (diretto o indiretto) dei soci passibili di riscatto renda lecita una previsione statutaria che, in via ipotetica, consentisse espressamente di esercitare il riscatto secondo criteri non paritari, là dove l'applicazione del principio di parità di trattamento (o di corretta esecuzione del contratto) imporrebbe viceversa al riscattante il rispetto di criteri di acquisto delle azioni non arbitrari (v. *supra*, par. 2). A tali condizioni, infatti, il sacrificio dell'interesse individuale del socio "riscattabile" a ricevere un trattamento equivalente a quello degli altri membri della compagine sociale nelle sue stesse condizioni potrebbe dirsi preventivamente accettato, escludendosi pertanto l'invalidità della clausola (e, conseguentemente, del riscatto effettuato in maniera discriminatoria).

Pare, inoltre, opportuno osservare che il rilievo in ordine consenso al patto statutario da parte dei soci che si vedono forzati all'uscita dalla società viene valorizzato, assieme ad altri dati, da quella parte della dottrina che, in caso di "*drag-along*", non ritiene condizione di liceità della clausola la previsione di meccanismi idonei a garantire in ogni caso ai soci "trascinati" un'uscita a condizioni pari a quelle previste *ex lege* per il recesso/riscatto: v., fra altri, MALIMPENSA (nt. 1), 244 s.; STABILINI-

diritto di recesso che – come si dirà – sembrerebbe poter essere riconosciuto ai soci che non hanno contribuito ad approvare la modifica statutaria<sup>158</sup>. In particolare, in quest’ultimo ordine di idee, il socio che non acconsentisse al rischio di ricevere un corrispettivo inadeguato in forza del futuro esercizio del riscatto potrebbe (forse) ritenersi sufficientemente tutelato dalla facoltà di uscire immediatamente (e a valori equi) dalla società.

Profilati, dunque, i correttivi ritenuti idonei – ove necessario – a tutelare gli interessi dei membri della compagine sociale in presenza di meccanismi iniqui di liquidazione delle azioni riscattate, sembra opportuno esemplificare alcune fattispecie concrete in cui tali criteri potrebbero venire in gioco.

A tale proposito, si pensi anzitutto al caso del riscatto “finalizzato” alla riduzione del capitale sociale: specie quando s’intenda predeterminare per statuto una categoria di azioni riscattabili in esecuzione di una qualsiasi futura delibera di riduzione volontaria del capitale<sup>159</sup>, si potrebbe prevedere un acquisto al valore nominale delle azioni (da annullare) con contestuale emissione di azioni di godimento a favore dei titolari<sup>160</sup>. In tal modo, si rafforzerebbero le possibilità applicative del congegno statutario, giacché, se il ritiro delle azioni di categoria avvenisse in conformità ai parametri legali, l’eventuale discrepanza tra il valore nominale dei titoli e il loro *fair value* genererebbe una minusvalenza che potrebbe essere assorbita solo da poste disponibili del patrimonio netto. D’altra parte, i soci “riscattabili”, sottoscrivendo le azioni, accetterebbero di vedersi rimborsare il solo valore nominale dei titoli al momento dell’acquisto, mantenendo tuttavia la facoltà – in forza delle azioni di godimento – di ricevere utili, ancorché in via postergata rispetto agli altri soci (cfr. art. 2353 c.c.).

Se si guarda, poi, al possibile utilizzo del riscatto potestativo in un’ottica finanziaria, un ulteriore caso in cui (sia pur solo in via potenziale) si potrebbe avere una liquidazione a valori inferiori al *fair value* è quello in cui venga predeterminato un prezzo fisso di riscatto. In particolare, qualora la possibilità di acquisto coattivo concerna azioni patrimonialmente privilegiate, l’investitore potrebbe ritenere conveniente sottoscrivere tali azioni, nella misura in cui – a compensazione della possibilità di subire il ritiro forzato dei titoli da parte della società – gli fosse riconosciuto, oltre ad un trattamento privilegiato nella distribuzione degli utili, un *surplus* rispetto al valore nominale nel caso in cui gli sia imposto il disinvestimento.

Ora, soprattutto nell’ipotesi in cui il *fair value* delle azioni, nella/e finestra/e temporali concesse per procedere all’acquisto, fosse *superiore* al prezzo prestabilito, la società potrebbe ritenere vantaggioso avvalersi del potere di procedere al ritiro

---

TRAPANI, *Clausole di drag-along e limiti all’autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2010, 949 ss.; C. D’ALESSANDRO, *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 408 ss.

<sup>158</sup> Per la compiuta analisi di questi profili si veda *infra*, par. 6.

<sup>159</sup> V. *retro*, Cap. I, par. 4.

<sup>160</sup> Si accoglie in tal modo espressamente una soluzione prospettata in termini solo dubitativi da SPOLIDORO (nt. 154), 196, stante il contestuale rinvio nell’art. 2437-*sexies* c.c. sia all’art. 2437-*ter* c.c., che all’art. 2357-*bis* c.c. Circa la libera modulabilità del corrispettivo in caso di riscatto “finalizzato” esercitato (non in virtù di un’espressa previsione statutaria ma) in forza della facoltà *legale* riconosciuta all’art. 2357-*bis*, comma 1°, n. 1), c.c., v. *retro*, Cap. I, par. 2, nt. 48; e cfr. CIOCCA (nt. 1), 37. Isolatamente *contra* CARMIGNANI (nt. 105), 27, la quale estende la soluzione dell’inderogabilità *in peius* dei criteri legali di recesso anche a tale ipotesi.

dello *stock* azionario, vuoi per adeguare la sua struttura finanziaria (facendo seguire all'acquisto l'annullamento delle azioni e la corrispettiva pretesa sugli utili futuri), vuoi per realizzare una plusvalenza con la successiva rivendita al valore reale.

Alla luce delle considerazioni che si sono in precedenza svolte, non sembra che tale eventualità debba portare a ritenere illegittime clausole siffatte<sup>161</sup>.

Piuttosto, la liceità della determinazione di un corrispettivo così configurato potrebbe essere messa in discussione in una diversa prospettiva: quella, cioè, della compatibilità con il divieto di patto leonino, in particolare sotto il profilo dell'esonero dalla partecipazione alle perdite maturate dalla società. Per la trattazione di questo delicato problema si preferisce, peraltro, rinviare al capitolo successivo, dal momento che la determinazione di un corrispettivo fisso costituisce ipotesi particolarmente diffusa (e sistematicamente rilevante) nelle fattispecie statutarie di riscatto obbligatorio.

Ancora nell'ottica dell'individuazione di criteri di liquidazione che (in via solo potenziale) possono comportare un "esproprio" della partecipazione a valori inferiori al prezzo equo è possibile, infine, ricordare l'ipotesi in cui il riscatto venga utilizzato per sanzionare il mancato rispetto di una clausola di prelazione<sup>162</sup>, là dove il corrispettivo di riscatto è individuato facendo rinvio al prezzo corrisposto dal terzo acquirente. In tal caso, infatti, seppur verosimilmente il compenso determinato nel contratto stipulato dal socio uscente e dal terzo acquirente in spregio del patto di preferenza rispecchierà il valore reale dei titoli, potrebbe astrattamente verificarsi l'ipotesi in cui l'acquisto sia stato effettuato a prezzo di favore. L'opponibilità della clausola statutaria al terzo, il quale, al momento dell'acquisto, è messo in condizione di conoscere le condizioni economiche dell'eventuale riscatto cui – in via sanzionatoria – può essere assoggettato, esclude peraltro qualsiasi ricaduta di tale possibile esito pratico sulla liceità della clausola<sup>163</sup>.

B) Esaurita l'analisi del primo problema interpretativo prospettato, è possibile ora occuparsi sinteticamente delle modalità operative con cui i meccanismi valutativi di *default* di cui all'art. 2437-ter c.c., se del caso, trovino applicazione nel riscatto.

A tal fine pare necessario distinguere a seconda della concreta configurazione della clausola statutaria.

Anzitutto, nel caso in cui il potere di riscatto competa alla *società*, sembra che la disposizione che prevede (per le società quotate) che la liquidazione delle azioni avvenga in base al valore risultante "dalla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea" (v. comma 3°), così come quella che stabilisce (per le

---

<sup>161</sup> Né, secondo un'ulteriore, possibile opzione interpretativa, dei soli atti di riscatto realizzati al momento in cui il prezzo prestabilito nella clausola sia inferiore al *fair value* delle azioni. Nel senso che, in caso di "*drag-along*", l'utilizzo di un criterio di valorizzazione delle partecipazioni dei soci "trascinati" (: il prezzo offerto dal terzo acquirente) solo potenzialmente idoneo a concretizzare un disinvestimento a valori iniqui non determini l'invalidità della clausola, ma comporti, in concreto, il venir meno dell'obbligo di vendere per un prezzo inferiore a quello che risulterebbe dall'applicazione dei criteri legali previsti in caso di recesso, v. il già citato "Lodo Mazzoni" (nt. 148).

<sup>162</sup> V. *retro*, Cap. I, par. 3, sub A).

<sup>163</sup> Incidentalmente, occorre precisare che nell'ipotesi da ultimo individuata – al fine della validità della clausola – non assume alcun rilievo il consenso individuale dei membri della compagine sociale al momento dell'introduzione del meccanismo di riscatto in statuto, essendo sufficiente, come detto nel testo, la sussistenza dell'(indiretto) consenso dei terzi acquirenti alla regola statutaria.

altre società) l'onere di mettere a disposizione dei soci la valutazione effettuata dagli amministratori ai sensi del secondo comma nei quindici giorni precedenti alla data fissata per la riunione assembleare (cfr. comma 5°) trovino piena applicazione nel solo caso in cui sia richiesta una previa delibera di autorizzazione al riscatto da parte dell'organo assembleare<sup>164</sup>. In tale ipotesi, infatti, si pone l'esigenza di consentire ai soci di conoscere il *fair value* delle azioni riscattabili, al momento in cui siano chiamati a deliberare sulla convenienza della concreta operazione di acquisto<sup>165</sup>. In caso contrario, mancando tale interesse, considerazioni di ordine equitativo<sup>166</sup> spingono a ritenere che il corrispettivo riconosciuto al socio "riscattato" debba coincidere con il valore effettivo delle azioni al momento in cui gli amministratori decidano di avvalersi della facoltà d'acquisto: sicché, il termine semestrale per determinare il valore dei titoli quotati dovrà calcolarsi a ritroso dalla data di effettivo esercizio del riscatto, mentre nelle società non quotate la valutazione degli amministratori dovrà essere comunicata al socio in uno con la dichiarazione unilaterale di riscatto.

Ove, invece, il potere di acquisto sia riconosciuto ai soci – ferma restando la conclusione da ultimo prospettata per le società quotate – nelle altre società deve ritenersi che, al verificarsi del presupposto di legittimazione individuato nella clausola, gli amministratori abbiano un onere di tempestiva comunicazione<sup>167</sup> della valutazione delle azioni riscattabili tanto ai soci cui è riconosciuta la facoltà di riscatto, quanto a quelli che vi sono soggetti. Ciò, per consentire ai primi l'apprezzamento circa la convenienza dell'acquisto e ai secondi l'opportunità di contestare (eventualmente) le determinazioni degli amministratori<sup>168</sup>.

Quanto a quest'ultimo profilo, deve ritenersi indubbio, infatti, che la facoltà di proporre opposizione alla valutazione fatta dagli amministratori (con la conseguente nuova stima rimessa all'equo apprezzamento di un esperto nominato dal tribunale: cfr. art. 2437-ter, comma 6°, c.c.) spetti ai soci "riscattabili"<sup>169</sup>. Circa l'individuazione del momento dal quale è possibile avvalersi del rimedio, sembra ragionevole ritenere che lo stesso coincida con la ricezione della dichiarazione di riscatto (arg. ex art. 2437-ter, ult. comma, c.c.), e cioè quando la prospettiva del disinvestimento coattivo dalla società (in precedenza solo potenziale), diviene effettiva realtà<sup>170</sup>. Nel silenzio dello statuto, per stabilire il lasso temporale entro cui

---

<sup>164</sup> Sul punto, v. il precedente par. 4.

<sup>165</sup> In senso conforme, cfr. CIOCCA (nt. 1), 42; e v. CENTONZE (nt. 4), 57.

<sup>166</sup> E, in particolare, l'esigenza di garantire al socio che subisce il riscatto un corrispettivo quanto più possibile conforme al valore reale delle azioni nel momento effettivo in cui gli viene imposto il disinvestimento dalla società.

<sup>167</sup> Pare assai opportuna, a tal fine, la fissazione di un termine *ad hoc* nello statuto.

<sup>168</sup> In senso simile v. CIOCCA (nt. 1), 42 e DE MARTINIS (nt. 36), 400.

<sup>169</sup> Ventila la possibilità di sopprimere in via statutaria l'*expertise* prevista dall'art. 2437-ter, ult. comma, c.c., GALLETTI (nt. 31), 1639. La possibile compressione dell'interesse del socio riscattabile a ricevere un prezzo equo, che conseguirebbe ad una tale deroga al *procedimento* legale di determinazione dell'indennità di riscatto, porta peraltro a ritenere che la sua introduzione in statuto dovrebbe ritenersi ammissibile alle medesime condizioni sopra indicate con riferimento allo scostamento *in peius* dai criteri di valutazione di cui all'art. 2437-ter, commi 2° e 3°, c.c.

<sup>170</sup> In senso conforme, v. DE MARTINIS (nt. 36), 400; *contra*, in relazione al riscatto esercitato dalla società, CENTONZE (nt. 4), 57 s., il quale, sul presupposto della necessità dell'autorizzazione assembleare, ritiene che la contestazione della valutazione operata dagli amministratori debba

proporre opposizione si potrebbe forse far ricorso in via analogica al termine di trenta giorni previsto dall'art. 2437-*bis*, comma 1°, ult. prop., c.c. per il recesso legittimato da fatti diversi da una deliberazione<sup>171</sup>.

Deve pure ritenersi indubitabile che la facoltà di contestazione non compete alla società che provvede al riscatto, dal momento che la determinazione del corrispettivo è rimessa alla valutazione dei suoi organi, e dunque è alla stessa riferibile<sup>172</sup>.

---

intervenire entro quindici giorni dalla trascrizione della delibera autorizzativa nel libro delle adunanze e delle deliberazioni assembleari, argomentando dal combinato disposto degli artt. 2437-*bis*, comma 1° e 2437-*ter*, ult. comma, c.c.

È il caso di osservare che il concreto esercizio della facoltà di proporre contestazione appare tanto più verosimile, quanto maggiore è il lasso di tempo decorrente fra il momento della valutazione da parte degli amministratori e quello dell'effettivo esercizio del potere di riscatto: specie quando sia stabilito un termine statutario di decadenza superiore a quello legale (cfr. *retro*, par. 3) potrebbe, infatti, accadere che il valore delle azioni determinato (correttamente) dagli amministratori al momento in cui hanno proceduto alla valutazione sia inferiore (per difetto) al valore equo sussistente al momento dell'acquisto. Tale rischio ovviamente non si palesa nel caso di riscatto da parte della società senza previa autorizzazione assembleare, là dove – come detto – la valutazione degli amministratori viene effettuata al momento in cui concretamente gli stessi decidano di avvalersi del potere di riscatto previsto dallo statuto.

<sup>171</sup> Per la controversa applicazione della norma, al fine di stabilire il momento effettivo in cui è possibile proporre contestazione alla valutazione degli amministratori in caso di recesso v., per tutti, MARASÀ (nt. 143), 26 s. Sembra il caso di osservare che dalla ricostruzione proposta nel testo deriva che, anche quando la comunicazione al socio della volontà di riscattare sia accompagnata dall'offerta reale del prezzo risultante dalla valutazione effettuata dagli amministratori, il passaggio di proprietà delle azioni sarebbe da considerarsi *sospensivamente condizionato* al mancato esercizio della facoltà di contestazione da parte del socio nel termine (statutario o, in mancanza, legale) a tale fine previsto.

Occorre aggiungere, inoltre, che della facoltà di contestazione del corrispettivo sembra opportuno che i soci tengano debito conto ai fini della congrua determinazione del termine di decadenza per l'esercizio del potere di riscatto. Infatti, se si tiene a mente che la valutazione dell'esperto nominato dal tribunale deve essere effettuata entro novanta giorni dalla contestazione (cfr. art. 2437-*ter*, ult. comma, c.c.) e che il termine legale di *default* per procedere al riscatto è pari a tre mesi dal verificarsi della circostanza legittimante (v. *supra*, par. 3), potrebbe accadere, in mancanza di previsioni *ad hoc*, che il riscattante decada *ex lege* dalla facoltà di riscatto prima che l'esperto abbia depositato la sua stima. Di qui l'opportunità che la clausola – specie ove si ritenga in principio congruo il termine di decadenza legale – preveda accorgimenti idonei ad evitare che la contestazione del prezzo precluda l'operatività del congegno statutario. A tal fine si potrebbe, ad esempio, stabilire un espresso "prolungamento" statutario del termine decadenziale, per l'ipotesi in cui venga proposta contestazione.

Va infine sottolineato che, anche a seguito della rideterminazione del corrispettivo da parte dell'esperto, là dove il termine decadenziale previsto in statuto fosse molto esteso, potrebbe in ipotesi accadere che il riscattante corrisponda il prezzo – in tal modo completando la fattispecie acquisitiva (v. *retro*, par. 3) – in un momento in cui il valore reale delle azioni sia divenuto *considerevolmente superiore*. Per non lasciare sguarnito il socio soggetto a riscatto da tutele nei confronti di comportamenti opportunistici del riscattante, potrebbe forse ritenersi che, in tale peculiare ipotesi, lo stesso (*ex art.* 1349, comma 1°, c.c.) possa chiedere al giudice una nuova valutazione del prezzo per manifesta iniquità (sopravvenuta) della valutazione effettuata dall'esperto.

Nelle società quotate, invece, dove pure il decorso del tempo per concludere la fattispecie acquisitiva potrebbe ingenerare conseguenze simili, si potrebbe ritenere che il socio possa chiedere l'integrazione del prezzo, là dove dimostri che dall'applicazione dei criteri di cui all'art. 2437-*ter*, comma 3°, c.c. al momento della corresponsione del prezzo emergerebbe un valore superiore a quello determinato sulla scorta degli indici temporali legali di riferimento ricavabili in via interpretativa (v. sopra nel testo). E alla medesima conclusione sembrerebbe doversi pervenire nel caso in cui, ferma l'applicazione di questi ultimi, il socio intendesse contestare una scorretta applicazione dei criteri di calcolo nel caso concreto.

Più discutibile, invece, che i soci riscattanti possano opporsi alla valutazione degli amministratori: astrattamente, infatti, gli stessi hanno la possibilità di non avvalersi del potere di riscatto, ove giudichino iniqua la determinazione dell'organo amministrativo. In un'ottica di valorizzazione della concreta operatività del meccanismo statutario, sembra peraltro preferibile sostenere la soluzione affermativa<sup>173</sup>. E, in tal caso, la scelta di avvalersi *dell'expertise* prevista dall'art. 2437, ult. comma, c.c. dovrà tassativamente essere esercitata in uno con la dichiarazione di esercizio del potere di riscatto<sup>174</sup>.

6) *L'introduzione durante societate e la modificazione dei meccanismi statuari di riscatto potestativo.*

La clausola di riscatto potestativo che (almeno in astratto) si rivolge a tutte le azioni può essere introdotta (così come una categoria di azioni riscattabili può essere creata) non solo in sede di costituzione della società, ma anche *durante societate*.

Peraltro, mentre nel primo caso la previsione statutaria passa per il necessario accordo di tutti i soci (e, quindi, per il consenso dei membri della compagine sociale – tutti o solo alcuni – che si assoggettano alla possibilità di subire l'acquisto coattivo delle proprie partecipazioni), nel secondo caso si pone il problema di stabilire quali siano le norme da seguire e, in particolare, se valga l'ordinaria regola societaria che prevede la modificabilità a maggioranza dello statuto<sup>175</sup>.

Secondo un primo orientamento, che ha da ultimo trovato conferma in una recente presa di posizione giurisprudenziale, il generale principio maggioritario preposto al mutamento delle regole statuarie troverebbe, infatti, un limite nella sussistenza di un (preteso) diritto individuale al mantenimento dello *status* di socio<sup>176</sup> (o, per meglio dire, dell'investimento originariamente effettuato nella società, dal momento che – come più volte detto – non sempre il riscatto determina un'esclusione dalla compagine sociale)<sup>177</sup>.

---

<sup>172</sup> In senso conforme, DE MARTINIS (nt. 36), 400. Sembra opportuno osservare che in tal caso potrebbe accadere che l'operazione di riscatto venga conclusa ad un prezzo superiore rispetto all'effettivo *fair value* delle azioni: per il ristoro degli eventuali danni patrimoniali derivanti dalla condotta degli amministratori sembrano peraltro sufficienti le ordinarie azioni di responsabilità esperibili *ex artt.* 2393 ss. c.c.. Nel senso, invece, che ai soci della società riscattante, che si dolgono del corrispettivo, andrebbe riconosciuta la possibilità di esperire un'azione di accertamento, nei confronti della società e dei soci "riscattati", CIOCCA (nt. 1), 42.

<sup>173</sup> Nello stesso senso v. CIOCCA (nt. 1), 42; DE MARTINIS (nt. 36), 400.

<sup>174</sup> Così, v. pure DE MARTINIS (nt. 36), 400; *contra*, CIOCCA (nt. 1), 42, nt. 54.

<sup>175</sup> Si precisa che le considerazioni che seguono nel testo devono ritenersi estese ai meccanismi statuari di riscatto automatico, dove pure gli azionisti subiscono un disinvestimento forzato dalla società.

<sup>176</sup> V., prima della riforma, PRESTI (nt. 30), 401; FRÈ-SBISA, *Società per azioni*, VI ed., in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, 1997, 269; di recente, MALIMPENSA (nt. 1), 248 ss., riferendosi all'introduzione *durante societate* non solo del riscatto, ma anche della clausola di "*drag-along*"; in giurisprudenza, v. Trib. Milano, 25 marzo 2011, in via di pubblicazione in *Giur. comm.*, il quale ha giudicato invalida una delibera assembleare introducendo una clausola di trascinamento per mancanza del necessario consenso unanime, teorizzando la medesima soluzione per il riscatto.

<sup>177</sup> V., in tema di "*drag-along*", la precisazione di RESCIO (nt. 23), 7.

Un tale diritto, in particolare, sarebbe sacrificabile senza il consenso del socio solamente ove espressamente previsto dalla legge (cfr., ad esempio, l'ipotesi di "squeeze-out" contemplata dall'art. 111 t.u.f.), dovendosi invece negli altri casi ottenere il *placet* dell'interessato<sup>178</sup>.

Declinato nelle varie fattispecie che si possono palesare con riferimento al riscatto, da tale principio deriverebbe in particolare che:

i) nella sola ipotesi di emissione di una nuova categoria di azioni riscattabili in sede di aumento del capitale sociale sia sufficiente una deliberazione dell'assemblea straordinaria assunta con le maggioranze prescritte dalla legge, poiché la decisione di sottoscrivere le azioni importerebbe, evidentemente, l'accettazione da parte del socio del rischio di subire il loro acquisto coattivo;

ii) viceversa, là dove si volessero rendere riscattabili azioni preesistenti, occorrerebbe il consenso dei titolari delle relative azioni. Di conseguenza, 1) qualora s'intendesse attribuire il requisito della riscattabilità a solo una parte delle azioni già in circolazione, la delibera di modifica – per essere efficace – esigerebbe l'assenso (espresso con il voto favorevole in assemblea o anche al di fuori di essa) dei soci interessati; 2) ove, invece, il riscatto possa indistintamente riguardare tutti gli azionisti, dovrebbe necessariamente sussistere il consenso di tutti i membri della compagine sociale.

Per la verità, il raggiungimento di queste conclusioni in forza di tale percorso interpretativo *non sembra andare esente da critiche*.

Anzitutto, sul piano generale, i dati normativi che emergono dalla riforma del diritto societario del 2003 testimoniano una *decisa contrazione* nella tutela di diritti individuali dei soci a fronte del generale principio maggioritario che – una volta costituite – governa l'organizzazione delle società di capitali<sup>179</sup>. Prova ne è il fatto che alcune decisioni che, in passato – per lo meno secondo alcuni indirizzi dottrinali – dovevano essere prese con il consenso unanime dei soci, possono oggi essere assunte a maggioranza, avendo il legislatore ritenuto strumento sufficiente per la tutela del socio dissenziente il riconoscimento del diritto di recesso<sup>180</sup>.

In secondo luogo, anche a voler assecondare in linea teorica la sussistenza (pur dopo la riforma) di un principio di intangibilità della posizione del socio e del

---

<sup>178</sup> Cfr. Trib. Milano, 25 marzo 2011 (nt. 176).

<sup>179</sup> L'unico diritto individuale nella s.p.a. che parrebbe incontestabilmente essere tutelato dal legislatore dopo la riforma sembra quello al mantenimento della responsabilità limitata per le obbligazioni sociali: v., in tema di trasformazione c.d. regressiva, l'art. 2500-*sexies*, comma 1°, c.c.

<sup>180</sup> Si pensi, a tal fine, alla delibera che comporta l'introduzione di limiti alla circolazione delle azioni e quella di revoca dello stato di liquidazione (cfr. artt. 2437, comma 2°, lett. a, e 2487-*ter* c.c.), in passato da taluni ritenute adottabili solamente all'unanimità, invocando l'esistenza di un diritto individuale del socio alla libera circolazione delle azioni o al rimborso della quota in sede scioglimento: con riferimento alla prima ipotesi, v., ad esempio, STANGHELLINI (nt. 2), 412 ss. e, in giurisprudenza – fra le altre – Cass., 9 novembre 1993, n. 11507, in *Foro it.*, I, 1994, 1456; quanto alla revoca della liquidazione cfr., per tutte, Cass., 21 aprile 1983, in *Dir. fall.*, II, 1983, 659 ss., con nota adesiva di RAGUSA MAGGIORE; e v. DI SABATO, *Manuale delle società*, 5ª ed., Torino, 1995, 706.

Ancora, il preteso diritto soggettivo del socio a non vedere modificata la causa del contratto sociale (v. MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 6\*, Torino, 1993, 72 ss.) pare oggi vanificato dall'intervenuta previsione della trasformazione eterogenea, la quale può essere legittimamente deliberata dalla maggioranza (cfr. art. 2500-*septies* c.c.).

relativo investimento da parte della maggioranza<sup>181</sup>, tanto più vasta è la *congerie* di fattispecie in cui si ammettono deroghe allo stesso, quanto più ne risulta ridimensionata la portata eccezionale, potendosi allora aprire la strada del ragionamento analogico per estendere la diversa regola a casi affini<sup>182</sup>.

Del resto, non pare insignificante il rilievo secondo cui le deroghe al generale principio maggioritario ai fini dell'introduzione di modifiche al contratto sociale sono contemplate espressamente dalla legge (cfr., ad esempio, gli artt. 2345, comma 3°, e 2500-*septies*, comma 1°, c.c.): da ciò potrebbe dedursi la conclusione per cui, quando il legislatore ammette una clausola statutaria, tacendo sul punto relativo al consenso necessario a sorreggerne l'introduzione *durante societate* (come avviene per il riscatto, *ex art. 2437-sexies c.c.*), è in linea di principio sufficiente una delibera sorretta dalle maggioranze dell'assemblea straordinaria<sup>183</sup>.

---

<sup>181</sup> In tal senso, prima della riforma, v. in particolare BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 170 ss.; BRUNETTI, *Trattato del diritto delle società, II. Società per azioni*, Milano, 1948, 415 ss.; *contra*, CALVOSA (nt. 1), 173 ss., escludendo, più in generale, la sussistenza di un "spazio" per il riconoscimento della categoria dei diritti soggettivi nell'ambito del sistema azionario, al di fuori dei casi eccezionalmente contemplati dalla legge; e v., dopo la riforma, le riflessioni di COSTI, *Un classico della dottrina commercialistica*, in *Giur. Comm.*, II, 2012, 308 ss.

<sup>182</sup> V. RESCIO (nt. 23), 7, il quale (*ivi*, nt. 20) ricorda – fra le altre – la ormai pacifica liceità della deliberazione a maggioranza della riduzione a zero del capitale per perdite con contestuale aumento del capitale sino a misura superiore al minimo legale, là dove il socio che in ipotesi fosse impossibilitato a sottoscrivere si troverebbe estromesso dalla società. Anche se, come ricorda l'A., la messa a rischio della qualità di socio deriva in tal caso da un presupposto che si realizza a prescindere dalla volontà assembleare (perdita integrale del capitale), è altresì vero che ad una scelta volontaria della maggioranza (come in caso di riscatto) si deve il percorrere la strada della riduzione a zero con contestuale aumento al posto di vie alternative (: trasformazione o scioglimento della società; diretto aumento del capitale, se si accoglie la tesi espressa dal Consiglio Notarile di Milano nella *Massima n.122* del 18 ottobre 2011, disponibile su [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it)).

Lo stesso accade per le delibere di fusione con rapporto di cambio tale da non consentire, al socio titolare di un numero insufficiente di azioni dell'incorporata, la permanenza nella società incorporante, ove pure non può dirsi mancare l'apporto decisivo della maggioranza nel realizzare un'operazione non imposta dalla legge. Né, del resto, sembrerebbe potersi porre in discussione l'affinità delle ipotesi in discorso con il riscatto, sottolineando che in esse viene in considerazione l'interesse sociale: già si è detto, infatti, che anche l'introduzione di un meccanismo statutario di riscatto può ben essere ricondotta all'esigenza di assecondare un interesse siffatto (v. *retro*, Cap. II, par. 1; e cfr. RESCIO, *op. loc. cit.*).

Pare, infine, assai significativo (stante la possibile sovrapposizione funzionale con il riscatto) che, secondo l'interpretazione maggioritaria, l'inclusione di cause di esclusione del socio nello statuto di una s.r.l. può avvenire a maggioranza: cfr., in tal senso, Trib. Milano, 24 maggio 2007, in *Giur. it.*, 2008, 1433; ANNUNZIATA, sub *art. 2473-bis*, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di Bianchi, nel *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 541; ZANARONE (nt. 34), 865 s., sia pur facendo salvo il diritto di recesso del non consenziente. E v. ancora, sul punto, RESCIO, *op. loc. cit.*, il quale evidenzia l'incongruenza di un sistema che, differentemente, richiedesse l'unanimità per consentire il disinvestimento forzato del socio «proprio là – nella s.p.a. – dove maggiormente si dovrebbe poter compiere l'assimilazione del socio e della sua posizione a quella di un "sacco di denaro"».

<sup>183</sup> Così RESCIO (nt. 23), 8.

Con particolare riferimento al sacrificio solo parziale dell'investimento del socio (e, conseguentemente, della sua originaria proporzione nella partecipazione ai diritti patrimoniali e amministrativi) che può essere determinato dal riscatto, sembra inoltre possibile osservare che la sussistenza di un ipotetico diritto al mantenimento della partecipazione ai vantaggi e agli svantaggi secondo la quota inizialmente detenuta è escluso dal riconoscimento del diritto di recesso al socio non

Dotata di basi argomentative ben più solide è, invece, la prospettiva interpretativa di quanti pervengono alle conclusioni sopra indicate sub *ii*) sulla base della disciplina comunitaria in tema di riscatto. In particolare, l'art. 39 della II Direttiva, alla lett. *a*) prevede che “il riscatto [da parte della società] deve essere autorizzato dallo statuto o dall'atto costitutivo *prima* della sottoscrizione delle azioni riscattabili”<sup>184</sup>. Se ci si attenesse ad un'interpretazione strettamente letterale della norma, per la verità, occorrerebbe concludere che dall'integrazione della disciplina dell'art. 2437-*sexies* c.c. con la sovraordinata fonte comunitaria (applicabile, in via analogica, anche all'ipotesi di riscatto ad opera dei soci, contemplata dal solo legislatore italiano) deriverebbe la radicale impossibilità di introdurre modifiche statutarie volte a rendere riscattabili azioni già sottoscritte<sup>185</sup>. Tuttavia, se si ritiene che la *ratio* della regola dettata dalla Direttiva risieda nella volontà di tutelare il diritto individuale del socio al mantenimento della sua qualità e del suo investimento in società, appare del tutto in linea con lo spirito della disposizione la tesi secondo cui l'introduzione della riscattabilità in relazione a (tutte o alcune) delle azioni esistenti sia lecita con il consenso dei titolari<sup>186</sup>. In quest'ottica, quindi, il principio di tutela dell'integrità dello *status socii* – la cui sussistenza alla luce dei dati ricavabili dall'ordinamento interno è, come detto, del tutto opinabile – per lo meno in caso di riscatto riemergerebbe in forza della disciplina comunitaria, là dove il legislatore (a ragione o a torto) non avrebbe preso in considerazione altri strumenti di tutela del socio a fronte di decisioni penalizzanti assunte dalla maggioranza (come, ad esempio, il diritto di recesso)<sup>187</sup>.

A tale, indubbiamente legittima, interpretazione del dato comunitario si è peraltro contrapposta una differente lettura, in forza della quale è possibile pervenire a conclusioni applicative parzialmente diverse sul tema di cui si discorre. In particolare, facendo leva sulla considerazione per cui l'art. 39 della II Direttiva disciplina non solo le azioni acquistabili per iniziativa unilaterale del riscattante, ma anche quelle che attribuiscono al titolare un *diritto* ad ottenere il riscatto, si potrebbe ritenere che la regola della necessaria anteriorità della previsione statutaria del riscatto rispetto alla sottoscrizione delle azioni sia volta alla tutela di un altro interesse, e segnatamente a quello della “*parità di trattamento tra gli azionisti attuali* potenzialmente interessati talora ad evitare, talaltra ad ottenere la riscattabilità”<sup>188</sup>. Solo per tale via, infatti, è possibile fornire una chiave di lettura esaustiva della norma, dal momento che la prospettiva dell'intangibilità del diritto al mantenimento

---

consenziente in ordine alle delibere di modifica statutaria concernenti i diritti di voto o di partecipazione (cfr. art. 2437, comma 1°, lett. g, c.c.): v. sempre RESCIO (nt. 23), 8, testo e nt. 22.

<sup>184</sup> Riguardo alle azioni oggetto di riscatto finalizzato alla riduzione del capitale sociale v., in senso conforme, l'art. 36, comma 1°, lett. *a*) della II Direttiva.

<sup>185</sup> Sul piano comparatistico v., in tal senso, BRAMMER, *Rückerwerbbarer Aktien*, Colonia-Monaco, 2008, 153; MORTIER, *Le rachat par la société de ses droits sociaux*, Parigi, 2003, 538 s. e 542.

<sup>186</sup> Cfr. MALIMPENSA (nt. 1), 246 s.; G. F. CAMPOBASSO (nt. 50), 244, nt. 106; MAUGERI, *Se sia legittimo introdurre nello statuto una clausola che attribuisce alla società la facoltà di “riscattare” le proprie azioni*, in AA. VV., *II. Società di capitali. Casi e materiali*, a cura di Gambino, Torino, 2006, 52. La medesima conclusione pare raggiunta da CIOCCA (nt. 1), 43. In chiave comparatistica v., nello stesso senso, con riferimento alla *Zwangeseinziehung*, REISER VEIL, *Recht der Kapitalgesellschaften*, Monaco, 2010, 430.

<sup>187</sup> Cfr. MALIMPENSA (nt. 1), 247.

<sup>188</sup> V. RESCIO (nt. 23), 10.

dello *status socii*, se pertinente in relazione alla prima ipotesi, è – evidentemente – del tutto inconfidente per la seconda fattispecie, ove il disinvestimento avviene per scelta del socio<sup>189</sup>.

Se si accoglie tale diverso approccio, pertanto, la necessità del consenso individuale dei titolari di azioni già emesse, perché queste divengano riscattabili, si pone nel solo caso in cui il riscatto *non interessi paritariamente tutti i soci, bensì solo alcuni di essi*<sup>190</sup>. Ne risulta, quindi, anzitutto confermato che l'assenso individuale degli azionisti si rende necessario ai fini dell'efficacia della modifica statutaria volta ad imporre il requisito della riscattabilità limitatamente ad un gruppo di azioni già in circolazione<sup>191</sup>.

In caso di sopravvenuta introduzione di una clausola di riscatto (potenzialmente) operante nei confronti di tutti gli azionisti, non generandosi invece discriminazioni fra i membri della compagine sociale, sarebbe invece *in linea di principio* sufficiente la maggioranza<sup>192</sup>.

Occorre, tuttavia, precisare che in tale ultima fattispecie vi potrebbero essere *in concreto* situazioni in cui si determina una disparità di trattamento. In particolare, là dove la clausola ponga a presupposto del riscatto requisiti concernenti la persona dei soci e uno di essi si trovasse a integrarli al momento della modifica statutaria, quest'ultimo si vedrebbe *fin da subito* soggetto alla possibile esclusione dalla società, mentre per gli altri tale circostanza potrebbe (solo in via eventuale) palesarsi in un momento successivo. Di qui la necessità, in ipotesi siffatte, del consenso individuale del socio concretamente discriminato per l'efficace introduzione della clausola in statuto<sup>193</sup>.

---

<sup>189</sup> In senso conforme, v. ancora RESCIO (nt. 23), 10.

<sup>190</sup> Cfr. RESCIO (nt. 23), 11.

<sup>191</sup> Del resto, a una tale conclusione si potrebbe pervenire pure invocando la tesi di quanto ritengono che, ai fini della trasformazione di un gruppo di azioni (ordinarie o speciali) già emesse in azioni di (un'eventualmente diversa) categoria, sia necessario il consenso individuale dei titolari: v., in tal senso, già MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960 ss.; TEDESCHI, *Sulla conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie*, in *Giur. comm.* I, 1978, 598; GUERRA, *La convertibilità tra azioni ordinarie e azioni di risparmio*, in *Notariato*, 1996, 47; con specifico riferimento alla trasformazione in una categoria di azioni riscattabili cfr. PORTALE (nt. 30), 775; *contra*, fra altri, NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, 1231; BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 2\*, Torino, 1991, 73; COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 3, \*\*, 1993, 536; dopo la riforma cfr. MAGLIULO (nt. 31), 123.

<sup>192</sup> Per questa via si perviene dunque a maturare una conclusione già sostenuta prima della riforma da CALVOSA (nt. 1), 119 ss. e PERRINO (nt.12), 354; dopo la riforma v., in tal senso, MAGLIULO (nt. 31), 121.

<sup>193</sup> Per l'accoglimento, ferma tale ultima precisazione, del principio maggioritario al fine dell'introduzione in statuto di una clausola genericamente rivolta a tutte le azioni, v. RESCIO (nt. 23), 11 e la *Massima n. 99* del Consiglio notarile di Milano (nt. 148). Per un'applicazione concreta dell'individuata eccezione alle ordinarie regole deliberative dell'assemblea straordinaria v. Trib. Perugia, 29 febbraio 2008, in *Società*, 2010, 221 e in *Giur. comm.*, 2010, II, 304 ss., il quale ha ritenuto invalida una delibera introduttrice in statuto una clausola che legittimava il riscatto in ipotesi di svolgimento di un'attività concorrenziale, per mancanza del consenso da parte di quel socio che (da tempo) era titolare di un'impresa concorrente. E v., in senso adesivo, le note a tale sentenza di FANTI, *Brevi note in tema di voto scalare, sospensione del diritto di voto e riscatto di azioni*, in *Società*, 2010, 229 e di TRIPPUTI (nt. 35), 329 ss.

Ferma l'eccezione da ultimo individuata, l'adesione alla tesi della sufficienza delle regolari maggioranze per l'introduzione di una clausola "generalizzata" di riscatto implica la necessità di valutare se vi siano i presupposti per riconoscere il diritto di recesso a eventuali soci dissenzienti.

A tal fine, sembra anzitutto possibile completare – sul piano della disciplina applicabile – il già analizzato parallelo fra le clausole che prevedono la riscattabilità in considerazione di *requisiti personali* dei soci e quelle a c.d. gradimento vincolato. Poiché, *sia pur sul piano sostanziale*, le prime comportano una limitazione alla circolazione delle azioni equivalente alle seconde<sup>194</sup>, si ritiene infatti che l'introduzione *durante societate* di clausole di riscatto siffatte (così come la loro soppressione) integri – *ex art. 2437, comma 2°, lett. b) c.c.* – una causa legale di recesso, ancorché derogabile in via statutaria<sup>195</sup>.

In linea generale, poi – e cioè anche nei casi in cui la clausola di riscatto sia modellata in maniera differente – il riconoscimento del diritto di recesso a favore dei soci che non hanno acconsentito alla delibera che determina l'introduzione in statuto del patto di riscatto potrebbe essere fondato sul dettato dell'art. 2437, comma 1°, lett. g) c.c., il quale prevede un'(inderogabile)<sup>196</sup> facoltà di *exit* in ipotesi di revisioni statutarie che determinano, fra l'altro, una modifica dei "diritti di partecipazione". Si potrebbe, infatti, sostenere che il riscatto modifichi il profilo partecipativo, poiché è in grado di determinare un'incisione sul vincolo dell'investimento originario (con i connessi diritti amministrativi a patrimoniali), altrimenti congegnato per durare quanto la società<sup>197</sup>.

Ciò detto per quanto attiene all'introduzione del requisito della riscattabilità *durante societate*, restano da valutare i requisiti necessari per prevedere una *modifica*

---

Per la precisazione secondo cui il consenso (di tutti i soci) potrebbe presumibilmente ritenersi condizione (necessaria e sufficiente) per introdurre validamente la clausola, nell'(improbabile) caso in cui si volessero autorizzare espressamente meccanismi d'esercizio della facoltà di riscatto del tutto arbitrari v. *supra*, par. 5, nt. 157.

<sup>194</sup> V. *retro*, par. 1.

<sup>195</sup> In senso conforme v. CENTONZE (nt. 4), 51, nt. 6; *contra* CIOCCA (nt. 1), 43, facendo leva sul dato formale della non riconducibilità del riscatto potestativo alle limitazioni alla circolazione in senso tecnico.

Sempre nell'ottica della valorizzazione degli indici sostanziali, ci si potrebbe astrattamente chiedere se anche l'introduzione (o la soppressione) di clausole che abbiano a presupposto circostanze (non soggettive ma) oggettive possano integrare la causa di recesso in discorso: in particolare, al momento del verificarsi della circostanza dedotta nella clausola e fintantoché non scada il termine per esercitare il riscatto, i soci potrebbero incontrare sul piano pratico difficoltà nel trovare soggetti disposti all'acquisto di azioni per le quali il rischio di riscatto (non è solo astratto ma) è già realtà. A giudizio di chi scrive non sembra peraltro che tale eventuale limitazione sostanziale (*solo ipotetica e temporalmente circoscritta*) sia idonea ad essere assimilata a un vincolo alla circolazione delle azioni in senso tecnico, con quanto ne consegue in tema di recesso. Di diverso avviso parrebbe, invece, RESCIO (nt. 23), 6.

Riconosce pure la facoltà di *exit* ai sensi dell'art. 2437, comma 2°, c.c., senza operare distinzioni in ordine alla configurazione della clausola di riscatto introdotta, DE LUCA (nt. 23), 179 s.

<sup>196</sup> Se si ritiene persuasiva la tesi favorevole all'applicazione della causa inderogabile di recesso di cui all'art. 2437, comma 1°, lett. g), c.c., va da sé che la facoltà – *ex art. 2437, comma 2°, c.c.* – di escludere per scelta statutaria il recesso, là dove il riscatto determini una sostanziale limitazione alla circolazione delle azioni, sarebbe circoscritta alla sola ipotesi della rimozione della clausola.

<sup>197</sup> Cfr., in tal senso, CIOCCA (nt. 1), 44, la quale, peraltro (poco persuasivamente) invoca l'applicazione del recesso nel caso in cui si preveda una nuova categoria di azioni riscattabili.

delle condizioni (statutarie o legali) di riscatto, nonché gli eventuali meccanismi di tutela di cui possano fruire i soci dissenzienti.

Sotto un primo profilo, per quanto riguarda le sopravvenute modifiche di segno peggiorativo del corrispettivo per l'acquisto previsto da una clausola di riscatto rivolta a tutte le azioni – se si accoglie la seconda lettura dell'art. 39, lett. a), della II Direttiva sopra proposta<sup>198</sup> – parrebbe sufficiente una delibera assunta a maggioranza, mitigata dalla possibilità per i soci che non aderiscono alla decisione di recedere ai sensi dell'art. 2437, comma 1°, lett. f), richiamabile in via analogica<sup>199</sup>. Ciò, almeno nell'ipotesi in cui la variazione statutaria non comporti una (anche solo possibile) liquidazione delle azioni riscattabili a valori inferiori a quelli che si otterrebbero applicando i criteri legali previsti per il recesso, dove, in alternativa, potrebbe ritenersi obbligatorio il consenso dei soci interessati<sup>200</sup>.

In secondo luogo, là dove s'intenda allungare il termine decadenziale individuato nella clausola per procedere al riscatto (ovvero, qualora sia valorizzato come presupposto il fattore temporale, abbreviare il termine iniziale decorso il quale si legittima l'acquisto coattivo) l'ampliamento del lasso temporale in cui è possibile addivenire al sacrificio della "partecipazione" del socio, sembra giustificare la possibilità per il dissenziente di recedere ai sensi del sopra ricordato art. 2437, comma 1°, lett. g), c.c.<sup>201</sup>.

L'esigenza di interpretare gli indici normativi interni alla luce del dato comunitario<sup>202</sup> sembrerebbe, invece, dover portare a ritenere indefettibile il consenso degli interessati nel caso in cui le modifiche in questione ledano (anche solo in concreto) la parità di trattamento dei soci. Così, qualora la variazione concerna il trattamento riservato ad una categoria di azioni riscattabili, l'ordinario strumento di tutela costituito dall'approvazione da parte dell'assemblea speciale di categoria (*ex* art. 2376 c.c.), potrebbe forse considerarsi eccezionalmente soppiantato dalla

---

<sup>198</sup> Se invece si ritiene che il legislatore comunitario intenda tutelare il diritto del socio al mantenimento del suo investimento originario, non pare potersi sfuggire, *in ogni caso*, alla conseguenza del necessario consenso unanime degli azionisti. A ben vedere, infatti, il socio, al momento dell'introduzione della clausola, non ha concesso un assenso generico alla possibilità di subire coattivamente il disinvestimento, bensì di *subirlo a certe condizioni*. Sicché, il rispetto della *ratio* della disposizione comunitaria – se così individuata – parrebbe dover comportare che ogni modifica peggiorativa delle condizioni di riscatto, successivamente alla sottoscrizione, debba passare per il consenso individuale dei titolari delle azioni. Non sembra tenere in debita considerazione questo argomento CIOCCA (nt. 1), 44, la quale, pur interpretando nel senso che si è detto la norma dettata dall'art. 39 della II Direttiva, valuta le possibili vie d'uscita per i soci dissenzienti, dinnanzi a modifiche nelle condizioni d'esercizio del riscatto deliberate dalla maggioranza.

<sup>199</sup> Cfr. GALLETTI (nt. 31), 1638.

<sup>200</sup> V. quanto si è osservato *supra*, par. 5, in ordine all'introduzione *durante societate* di una clausola che preveda condizioni economiche di riscatto così configurate.

<sup>201</sup> In senso simile, cfr. CIOCCA (nt. 1), 44, esprimendosi peraltro solo con riferimento alle categorie di azioni riscattabili (su cui v. subito *infra* nel testo).

<sup>202</sup> Non sembra irrilevante sottolineare che l'art. 39 della II Direttiva non stabilisce, genericamente, che la facoltà di riscatto debba essere contemplata in statuto prima della sottoscrizione, ma impone altresì la previa determinazione statutaria delle condizioni e modalità del riscatto (vedi, sul punto, *supra*, par. 2 e 5). Sicché, la prospettiva della parità di trattamento, che – secondo la tesi che s'intende assecondare – va riconosciuta a fondamento della disposizione comunitaria, deve essere presa in considerazione per ricostruire la disciplina nazionale non solo con riferimento all'introduzione del requisito della riscattabilità, ma anche per le modifiche *in peius* delle condizioni di riscatto originariamente prefissate.

necessità dell'assenso individuale degli azionisti "riscattabili" ai fini dell'efficacia della delibera modificativa<sup>203</sup>. In tale ottica, sarebbe del tutto superfluo interrogarsi circa la permanenza della possibilità di esercitare la facoltà di recesso *ex artt.* 2437, comma 1°, lett. g), c.c. da parte dei soci di categoria che (tanto nell'assemblea generale che in quella di categoria) non votino a favore della modifica<sup>204</sup>.

Senza altro da un consenso individuale del socio passerebbe, infine, l'efficacia della modifica peggiorativa delle condizioni di riscatto, là dove la delibera assembleare, ancorché in astratto riferita a tutti gli azionisti, finisce nel caso concreto per assumere valore discriminatorio nei confronti di uno di essi<sup>205</sup>.

---

<sup>203</sup> Giudicano invece sufficiente la tutela riconosciuta agli azionisti di categoria dall'art. 2476 c.c.: GALLETTI (nt. 31), 1638; CIOCCA (nt. 1), 44; DI BITONTO (nt. 1), 420.

<sup>204</sup> In senso favorevole v., GALLETTI (nt. 31), 1638, sulla scorta dell'opinione espressa in termini generali, fra gli altri, da DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, a cura di Abbadessa e Portale, 3, Torino, 2006, 229 s. e da VENTORUZZO (nt. 144), 347 s.; G. F. CAMPOBASSO (nt. 50), 211; in via dubitativa CIOCCA (nt. 1), 44, nt. 66.

<sup>205</sup> Si pensi al caso in cui s'intenda ampliare il termine decadenziale per l'esercizio del riscatto in un momento in cui lo stesso sia già *azionabile* nei confronti di un socio che abbia perso i requisiti soggettivi contemplati in una clausola "generalizzata": in tale peculiare ipotesi, il sostanziale valore discriminatorio che assume la modifica comporta la necessità del consenso individuale dell'azionista al fine della sua efficacia. Pertanto, ai soli altri soci (per i quali la possibile uscita coattiva dalla società rappresenta un'eventualità futura) sarà circoscritta la facoltà di avvalersi del recesso *ex art.* 2437, comma 1°, lett. g), c.c., per tutelare il loro interesse a non vedere ampliati i margini entro cui il riscattante può costringerli al disinvestimento.



## CAPITOLO IV

### PROFILI PECULIARI DELLE FATTISPECIE STATUTARIE DI RISCATTO OBBLIGATORIO DI AZIONI

SOMMARIO: 1) I limiti di ammissibilità dei meccanismi statuari di riscatto obbligatorio nelle società per azioni c.d. “aperte”. – 2) I presupposti del riscatto obbligatorio; in particolare, sull’ammissibilità del diritto *ad nutum* all’acquisto delle proprie partecipazioni. – 3) Modalità d’esercizio ed efficacia dei congegni statuari di riscatto obbligatorio. – 4) Profili peculiari di disciplina nelle fattispecie statuarie di riscatto obbligatorio da parte della società. – 5) Il corrispettivo del riscatto: in particolare, i profili problematici inerenti alla determinazione di un prezzo fisso. – 6) L’introduzione *durante societate* e la modificazione dei congegni statuari di riscatto obbligatorio.

#### 1) *I limiti di ammissibilità dei meccanismi statuari di riscatto obbligatorio nelle società per azioni c.d. “aperte”.*

Esaurita, nella Capitolo III, l’indagine sui tratti peculiari delle ipotesi statuarie di riscatto potestativo, nell’ultimo capitolo s’intende finire il percorso d’analisi in precedenza prefissato, passando in rassegna gli specifici profili di disciplina delle clausole che, a favore di ciascun socio, contemplano un diritto (potestativo o di credito) a ottenere l’acquisto della propria partecipazione, e delle (categorie di) azioni c.d. riscattande.

Come si vedrà, le aree d’indagine sono in gran parte conformi a quelle evidenziate in tema di potere di riscatto, ma – alla luce della diversa conformazione del meccanismo acquisitivo delle azioni e dei diversi interessi coinvolti – muta l’angolo prospettico da cui, in chiave sistematica, occorre affrontare i problemi interpretativi e le conclusioni da maturare sono talvolta differenti.

Muovendo, dunque, da quello che, da un punto di vista logico, appare il primo, essenziale nodo interpretativo da sciogliere, occorre chiedersi – una volta affermata *in linea di principio* l’(incontestabile) ammissibilità di congegni statuari di riscatto obbligatorio alla luce della riforma delle società di capitali<sup>1</sup> – se a tali strumenti possa farsi ricorso in tutti i modelli di società per azioni o se, invece, siano a tal proposito deducibili dal sistema alcune limitazioni.

Il problema, in particolare, si pone con riferimento alle c.d. società per azioni aperte, dal momento che – come già osservato – l’art. 2437, comma 4°, c.c. prevede

---

<sup>1</sup> V. *retro*, Cap. I, par. 4.

la possibilità di introdurre in via statutaria cause di recesso aggiuntive rispetto a quelle legali nelle sole s.p.a. “chiuse”.

Interrogandosi sulla *ratio* di tale disposizione, è facile concludere che il legislatore ha inteso consentire all'autonomia statutaria la possibilità di spostare a favore del socio il punto di equilibrio fra l'interesse della società ad evitare la perdita di risorse e quello dei membri della compagine sociale a poter smobilizzare il loro investimento nelle sole società in cui la cessione delle azioni a terzi acquirenti potrebbe essere difficoltosa.

Nelle s.p.a. “aperte”, invece, dove – vuoi per la presenza di un mercato regolamentato, vuoi per la diffusione delle azioni fra un numero rilevante di azionisti<sup>2</sup> – i soci sono agevolmente in grado di ottenere sul mercato il recupero dell'investimento originario per il tramite di ordinari atti di compravendita, non si ritiene giustificato ampliare i margini in cui il patrimonio sociale può essere intaccato in forza dell'esercizio di un potere di scioglimento unilaterale del vincolo sociale.

Se così è, non sembra allora potersi sfuggire alla conclusione che, parimenti, le fattispecie statutarie in cui si contempli *in capo alla società* un obbligo di riscatto di azioni (tanto per il riconoscimento al titolare di un'opzione alla vendita, quanto nell'ipotesi in cui la società abbia l'obbligo di attivarsi per concludere con il socio un contratto di acquisto delle partecipazioni) *non siano ammissibili nelle s.p.a. “aperte”*.

Anche se sul piano strutturale tali fattispecie sono riconducibili al *genus* dell'acquisto di azioni proprie (e non del recesso)<sup>3</sup>, dal punto di vista funzionale e pratico esse – al pari del recesso – sono infatti volte a garantire all'azionista la possibilità di ottenere coattivamente la restituzione dell'investimento effettuato, a

---

<sup>2</sup> Si ricorda che fra i requisiti stabiliti dalla Consob (v. l'art. 2-bis del Reg. Consob 14 maggio 1999, n. 11971) al fine dell'assunzione della qualifica di *emittente con azioni diffuse fra il pubblico* è previsto, fra l'altro, che una frazione del capitale sociale sia dispersa tra un elevato numero di azionisti (oltre 500 azionisti diversi dai soci di controllo che detengano complessivamente almeno il cinque per cento del capitale sociale).

<sup>3</sup> Si è già avuto modo di osservare altrove (*retro*, Cap. II, par. 4) che, a differenza del recesso, il riscatto obbligatorio non può determinare “fisiologicamente” quelle conseguenze estreme (: annullamento delle azioni con riduzione del capitale sociale; eventuale scioglimento della società) che possono dirsi connaturate alla (sola) prima figura, in quanto rivolta *in nuce* allo scioglimento parziale del vincolo sociale. V., peraltro, quanto si dirà *infra* (par. 4), in ordine alle possibili sanzioni di operazioni di riscatto obbligatorio concretizzate dalla società in assenza dei presupposti legali previsti per l'acquisto di azioni proprie.

Fondano, invece, l'inammissibilità di meccanismi statutarie di riscatto obbligatorio gravanti su società per azioni “aperte” sulla radicale assimilazione strutturale con il recesso convenzionale: 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; SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, 145 s.; nello stesso senso, ma in termini dubitativi, GALLETTI, sub art. 2437-sexies, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005, 1637.

In via incidentale, sembra opportuno osservare che il mancato richiamo della norma di cui all'art. 2437, comma 4°, c.c. nell'art. 2437-sexies c.c. pare costituire ulteriore prova del fatto che il legislatore della riforma, nell'introdurre una disciplina generale delle ipotesi statutarie di riscatto, ha preso in considerazione il solo riscatto potestativo: sul punto v. *supra*, Cap. I, par. 4. E cfr., a tal proposito, le considerazioni di RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario. Unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in corso di pubblicazione in *Giur. comm.*, letta per cortesia dell'Autore, p. 9, nt. 25.

spese (qui non solo potenzialmente ma unicamente) del patrimonio sociale<sup>4</sup>. Sicché, se si ritenessero ammissibili meccanismi statuari così configurati<sup>5</sup>, si permetterebbe all'autonomia privata di raggiungere (sotto altre spoglie) quel risultato che il legislatore – in considerazione della possibilità per i soci di ottenere la liquidazione dell'investimento sul mercato – preclude perentoriamente nelle società che, tipicamente, a tale mercato fanno appello per finanziarsi<sup>6</sup>.

---

<sup>4</sup> Si è già avuto modo di osservare, infatti, che in caso di recesso obbligatorio non trova applicazione la norma procedurale che, in tema di recesso, impone di far gravare il rimborso delle azioni del socio receduto *solo in via eventuale* sul patrimonio della società (*i.e.* nella sola ipotesi in cui gli altri soci o, in subordine, soggetti esterni non siano interessati all'acquisto delle partecipazioni): v., sul punto, Cap. II, par. 4. Occorre aggiungere, peraltro, che – da un punto di vista qualitativo – le risorse patrimoniali utilizzabili per realizzare (lecitamente) un'operazione di riscatto obbligatorio sono più limitate di quelle adoperabili dalla società per rimborsare il socio receduto, poiché nel primo caso il prezzo può essere corrisposto solo attingendo a risorse disponibili del patrimonio netto (e non invece, sia pur in subordine, al capitale sociale).

<sup>5</sup> Appare, invece, più dubbia la conclusione da maturare per le ipotesi di riscatto automatico, dal momento che, in tal caso, il socio non gode della possibilità di ottenere il disinvestimento in forza di una propria dichiarazione di volontà. Tuttavia, se si guarda alla natura della vicenda acquisitiva dal punto di vista della società, essa – al pari del riscatto obbligatorio – comporta la necessità di rifondere al socio il proprio investimento a prescindere da una scelta alla stessa imputabile (e cioè per il mero verificarsi delle circostanze dedotte nella clausola). Al fine di valutare la compatibilità di tale peculiare variante di riscatto con la *ratio* del richiamato art. 2437, comma 4°, c.c. potrebbero forse chiamarsi in causa gli *interessi concretamente perseguiti* per il tramite dell'introduzione del congegno statutario. In particolare, là dove la clausola sia volta a generare l'automatica esclusione dalla compagine sociale di soci non più graditi, per il verificarsi di vicende che li riguardano personalmente, la sussistenza di un preminente interesse sociale alla realizzazione del disinvestimento forzato dell'azionista esclude la contiguità del riscatto con una causa di recesso convenzionale e (conseguentemente) la sua inammissibilità nelle s.p.a. "aperte" *ex* art. 2437, comma 4°, c.c. Piuttosto – come già si è avuto modo di osservare (*retro*, Cap. III, par. 1) – nelle (sole) s.p.a. quotate, l'impossibilità di contemplare un riscatto automaticamente operante in relazione a requisiti personali dei titolari può essere affermata alla luce della sostanziale limitazione alla circolazione delle azioni cui la riscattabilità, in tal caso, dà luogo.

Conclusioni diverse sembrano, invece, doversi maturare quando il riscatto automatico da parte della società sia previsto nel preminente interesse dell'azionista a vedersi restituito il proprio investimento, al verificarsi di circostanze oggettive predeterminate (ad esempio, a data fissa) e previamente ritenute idonee dall'investitore al momento della sottoscrizione (o dell'acquisto). In tal caso, infatti, la logica del divieto d'introdurre in statuto ipotesi convenzionali di recesso (: possibilità di ottenere sul mercato il disinvestimento, senza gravare a tal fine sul patrimonio della società) pare dover essere estesa anche ai meccanismi di riscatto automatico così congegnati. Nello stesso senso, ma senza effettuare i distinguo che precedono circa la concreta configurazione della clausola, CIOCCA (nt. 3), 36.

<sup>6</sup> Secondo CIOCCA (nt. 3), 35, nt. 18, anche la validità di accordi parasociali di riscatto obbligatorio fra singoli soci e le società per azioni che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio dovrebbe essere vagliata alla luce del principio desumibile dall'art. 2437, comma 4°, c.c.

È il caso di sottolineare che le peculiari ragioni che, alla luce dell'ordinamento interno, portano a ritenere inammissibili congegni atipici di riscatto obbligatorio nelle società per azioni "aperte" non sono fatte proprie da altri legislatori nazionali: negli ordinamenti in cui sono genericamente tipizzate, infatti, le c.d. *puttable redeemable shares* sono ammesse anche nelle *public companies*. Così è, ad esempio, in Gran Bretagna (cfr. le *sections* 684 ss. CA 2006) dove, peraltro, in dottrina si valorizza prettamente la funzione di incentivo all'investimento che lo strumento riveste nelle società "chiuse": cfr. FERRAN, *Principles of Corporate Financial Law*, New York, 2008, 156; in ambito statunitense, sulla pacifica, generalizzata ammissibilità della figura, dopo l'iniziale cautela con cui veniva riguardata, v. *retro*, Cap. I, par. 4, nt. 142; e, per le possibilità di utilizzo pratico nelle *close*

Va da sé, invece, che qualora l'obbligo di acquisto gravi sui *soci*, il mancato coinvolgimento del patrimonio sociale per consentire l'uscita dell'azionista porta a ritenere (almeno in astratto) compatibili le fattispecie statutarie di riscatto con la strutturazione "aperta" della società<sup>7</sup>.

Stante quanto appena osservato, nessun dubbio può invece porsi circa la facoltà di contemplare ogni variante di riscatto obbligatorio nelle società per azioni che non si rivolgano al mercato dei capitali. In quest'ultime, anzi, la previsione di meccanismi di acquisto coattivo può costituire valida alternativa al recesso statutario al fine di estendere le possibilità di uscita dei soci<sup>8</sup>, i quali – considerata la strutturale chiusura della società – fronteggiano il (non remoto) rischio di restare "prigionieri" del loro investimento.

Sul piano pratico, occorre tuttavia osservare che le prospettive di utilizzo di tali figure alternative di *exit* convenzionale appaiono assai limitate nelle società per

---

*corporations v. NOTE, Stock Redemption at the Option of the Shareholders in the Close Corporation*, in 48 *Iowa L. Rev.*, 1963, 1003 ss.

Anche in Francia, la variante del riscatto "*a l'initiative du porteur*" è ritenuta ammissibile sia per le *actions de préférence* quotate, che per quelle non quotate. In quest'ultimo caso, tuttavia, l'art. L. 220-20 *Code comm.* circoscrive tassativamente il presupposto in cui è possibile ottenere l'acquisto delle azioni al solo caso dell'illiquidità del mercato: v. *supra*, Cap. I, par. 4, nota 142. Sotto questo profilo, può osservarsi che a un medesimo ordine di interessi paiono improntate, nell'ordinamento italiano, le ipotesi legali di riscatto obbligatorio (peraltro, non a carico della società, bensì del socio che acquisti una percentuale cospicua del capitale sociale) tipizzate all'art. 108 t.u.f.: v., in sintesi, CARDINALE, sub art. 108 t.u.f., in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani e Stella Richter, Artt. 2484-2641 c.c., T.U.F., Normativa complementare, Torino, 2010, 3207 ss.

Le *acciones rescatables* spagnole sono, invece, espressamente previste (anche) nella variante obbligatoria nelle sole *sociedades anonimas cotizadas*. (v. art. 500 *LSC*). Per il possibile utilizzo dello strumento anche nelle società non quotate cfr., peraltro, VILLACORTA HERNÁNDEZ, *Las acciones rescatables en el derecho español*, in *Enlaces* ([www.cesfelipeseundo.com/revista/](http://www.cesfelipeseundo.com/revista/)), 2011.

Sotto il profilo degli interessi in gioco è soprattutto la variante del riscatto obbligatorio a prezzo fisso che sembra fornire una ragionevole spiegazione della riconosciuta possibilità – negli ordinamenti stranieri – di ricorrere alla figura in società istituzionalmente aperte al mercato: per tale via, infatti, l'investitore è messo nella condizione di ricevere un corrispettivo che prescinde dall'andamento economico della società (e, dunque, del prezzo di mercato delle azioni) al momento dell'*exit*. Nel diritto interno – come si avrà modo di osservare nel prosieguo per le società "chiuse" (*infra*, par. 5) – tale conformazione del corrispettivo per il riscatto obbligatorio da parte della società comporta, peraltro, la necessità di valutare in via preliminare se, da un punto di vista tipologico, il titolare dello strumento incorporante il diritto all'acquisto possa in tal caso considerarsi propriamente un'azionista o se, invece, il rapporto sottostante debba ritenersi compatibile solamente con altre forme di partecipazione alla società.

<sup>7</sup> In senso conforme CIOCCA (nt. 3), 35.

Indubbiamente, resta poi da valutare *in concreto* quale sia lo spazio per l'emersione di tali ipotesi statutarie, stante la già segnalata, fisiologica possibilità di trovare un acquirente "volontario" sul mercato, che caratterizza le società per azioni "aperte". Come appena accennato, una plausibile applicazione pratica dello strumento, coerente con la natura tipicamente finanziaria che caratterizza l'investimento in tali società, è quella in cui la clausola di riscatto sia volta a consentire a tutti gli azionisti (o, più realisticamente, a solo un gruppo di essi) ipotesi di *exit* a prezzo fisso. In tal modo si garantirebbe all'investitore la possibilità di disinvestire a condizioni (eventualmente) migliori di quelle ottenibili sul mercato in virtù di una cessione "volontaria" della partecipazione. Come si vedrà, la liceità di tali ipotesi passa, tuttavia, dal riconoscimento della sua compatibilità con il divieto di patto leonino: v. *infra*, par. 5.

<sup>8</sup> Circa i concreti interessi che possono stare alla base della scelta di un meccanismo di riscatto obbligatorio in luogo del recesso convenzionale v. *retro*, Cap. II, par. 5, nt. 74.

azioni contratte a tempo indeterminato, là dove il riconoscimento di un'inderogabile facoltà di recesso *ad nutum* (v. art. 2437, comma 3°, c.c.) costituisce una (più che) rassicurante tutela per il socio – tanto “imprenditore”, quanto “investitore” – che sia interessato a valutare le possibilità di restituzione dell'investimento effettuato<sup>9</sup>.

2) *I presupposti del riscatto obbligatorio; in particolare, sull'ammissibilità del diritto ad nutum all'acquisto delle proprie partecipazioni.*

Come nel caso del riscatto potestativo, anche nelle ipotesi statutarie di riscatto obbligatorio occorre chiedersi se la previa individuazione di presupposti in presenza dei quali scatta l'obbligo di acquisto costituisca un requisito necessario per la validità delle stesse, ed, eventualmente, se vi siano ragioni per ritenere idonee a tal fine solo determinate tipologie di circostanze (e non altre).

In conformità all'approccio metodologico che si ritiene più adeguato per ricostruire la disciplina delle fattispecie atipiche di riscatto obbligatorio, per sciogliere tale nodo interpretativo sembra anzitutto il caso di analizzare le ipotesi tipizzate dal legislatore della riforma. In tale ottica, è facile avvedersi che in tutte le fattispecie in cui si riconosce espressamente all'azionista un diritto (potestativo o di credito) all'acquisto delle proprie partecipazioni, la legge (cfr. artt. 2505-*bis*, comma 1°, 2506-*bis*, comma 4° e 2355-*bis*, comma 2°, c.c.; art. 108 t.u.f.) individua un presupposto legittimante, ancorché di natura disparata<sup>10</sup>.

Non sembra, tuttavia, che tale considerazione possa portare, *sic et simpliciter*, a rispondere in senso affermativo alla prima delle questioni prefigurate e in senso negativo alla seconda.

Quanto all'ammissibilità del riscatto obbligatorio *ad nutum*, in particolare, se si valorizza il parallelo con il recesso, è possibile osservare che la generalizzata predeterminazione delle circostanze specifiche in cui è possibile esercitare *ex lege* il diritto di recesso, salvo il caso particolare di cui all'art. 2437, comma 3°, c.c., non ha precluso il sorgere di un acceso dibattito dottrinale circa l'ammissibilità di un diritto statutario di recesso esercitabile in via meramente discrezionale dai soci.

---

<sup>9</sup> Anche in tal caso, tuttavia, potrebbe assumere idealmente rilievo la prospettiva speculativa aperta dalla predeterminazione di un prezzo fisso di riscatto: sul punto v. tuttavia quanto si è accennato alle note precedenti.

<sup>10</sup> In particolare, ai sensi dell'art. 2505-*bis* c.c., l'acquisto obbligatorio è stabilito nell'interesse dei soci di minoranza, in presenza della decisione di semplificare il procedimento di incorporazione della società in una controllante che detenga almeno il 90% del suo capitale sociale, eliminando la garanzia costituita dalla relazione dell'esperto sulla congruità del rapporto di cambio; mentre, nel caso di cui all'art. 2506-*bis*, comma 4°, c.c., il congegno è volto alla tutela dei soci della società scissa che non approvino una delibera di scissione con assegnazione delle partecipazioni nella (o nelle) beneficiarie in misura non proporzionale alle quote originarie. Come più volte sottolineato, nell'ipotesi statutaria tipizzata all'art. 2355-*bis*, comma 2°, c.c. è invece l'interesse di (ciascun) socio della società a non rimanere prigioniero dell'investimento in società a giustificare la possibilità di ottenere l'acquisto della propria partecipazione in caso di mancato *placet* discrezionale alla cessione. Infine, nelle fattispecie contemplate dal t.u.f. all'art. 108, il diritto all'acquisto è volto a consentire la liquidazione del proprio investimento a minoranze azionarie di società quotate, in situazioni in cui il consolidamento di una cospicua percentuale di capitale in capo ad unico soggetto determina una significativa riduzione del “flottante” (v. anche *supra*, nt. 6).

Pertanto, una risposta esaustiva sul punto in discorso sembra necessariamente dover passare da un'analisi degli argomenti di cui si serve la (maggioritaria) dottrina che nega la possibilità di introdurre in statuto un diritto di recesso esercitabile *ad nutum*, al fine di valutare la plausibilità o meno di una loro estensione analogica all'ipotesi, funzionalmente alternativa, del riscatto convenzionale obbligatorio<sup>11</sup>.

Procedendo, dunque, in tal senso, un primo dato che è invocato dagli interpreti per escludere il recesso meramente potestativo è la stessa lettera dell'art. 2437, comma 4°, c.c., che testualmente consente la previsione statutaria di cause di recesso "ulteriori" rispetto a quelle legali. Di qui la pretesa inammissibilità di un'ipotesi di recesso che, lungi dall'essere ancorata a una causa oggettiva predeterminata, fosse condizionata alla semplice espressione della volontà del recedente<sup>12</sup> (ovvero, occorre aggiungere, alla generica sussistenza di una "giusta causa", finendosi altrimenti per introdurre nello statuto una serie tendenzialmente illimitata di fattispecie di *exit*)<sup>13</sup>.

La fragilità dell'argomento letterale<sup>14</sup> porta, tuttavia, a escludere che si possa far affidamento su questo solo dato per estendere la medesima conclusione al riscatto obbligatorio, ritenendosi allora opportuno scendere alla considerazione degli indici sistematici che, pur in maniera non sempre uniforme, sono invocati dalla dottrina per negare il recesso statutario *ad nutum*.

In tale ottica, secondo un primo filone interpretativo, la necessità di individuare in statuto presupposti tassativi ai fini dell'esercizio del recesso deriverebbe dall'esigenza di rispettare (per così dire "a monte") la precipua essenza causale dell'istituto, che andrebbe ricondotta alla *tutela del socio che dissenta da decisioni (della maggioranza o comunque del gruppo di comando) in grado di lederne gli interessi*<sup>15</sup>. In questa scia, solamente delibere assembleari di modificazione statutaria

---

<sup>11</sup> Come già osservato, da un punto di vista pratico la possibilità di introdurre una clausola di recesso o di riscatto obbligatorio (anche) *ad nutum* assume rilievo soprattutto nelle s.p.a. "chiuse" a tempo determinato: infatti, là dove la società sia contratta a tempo indeterminato è lo stesso legislatore a riconoscere ai soci un'(inderogabile) facoltà di *exit* meramente discrezionale.

<sup>12</sup> V. in tal senso, fra altri, STELLA RICHTER jr., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir., comm.*, I, 2004, 395; CAPPIELLO, *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.

<sup>13</sup> Per questa precisazione v. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 3, Torino, 2006, 231; in senso conforme, MARASÀ, sub artt. 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.

<sup>14</sup> Evidenziata da VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni del socio in caso di recesso*, in *Riv. soc.*, 2005, 420, il quale sostiene che "causa" di recesso potrebbe qualificarsi la semplice dichiarazione di volontà nel recesso *ad nutum*; nella stessa direzione v. DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 158.

Nel senso dell'ammissibilità del generico recesso "per giusta causa" cfr., in particolare, FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, seconda ed., Milano, 2009, 202 ss.; CAPPIELLO (nt. 12), 520 s.; DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Milano, 2005, 119 ss.; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 74*, in *Massime notarili in materia societaria*, elaborate dalla Commissione per i principi uniformi in tema di società, IV ed., Milano, 2009.

<sup>15</sup> A sostegno di tale interpretazione viene, fra l'altro, invocato il dato letterale dell'art. 4, punto 9, lett. d), della legge delega della riforma del diritto delle società di capitali (L. 3 ottobre 2001, n. 366),

(in conformità a quanto previsto nelle ipotesi legali *ex art.* 2437, commi 1° e 2°, c.c.), o – tuttalpiù – decisioni (o autorizzazioni) anche meramente gestorie, assunte dagli organi sociali, riguardo alle quali possa ritenersi giustificato un dissenso del socio, potrebbero assurgere ad idoneo presupposto di recesso<sup>16</sup>.

Se si guarda ad alcune della fattispecie in cui il legislatore riconosce un diritto di *exit*, sembra, tuttavia, lecito dubitare che, da un punto di vista ontologico, il recesso (così come la contigua figura del riscatto obbligatorio) siano strumenti volti alla tutela del *solo* interesse del socio a non subire passivamente una decisione penalizzante assunta da soggetti, che nella “gerarchia” societaria, si trovano in posizione di forza.

Si pensi, a tal fine, alle ipotesi di c.d. *sell-out* contemplate nelle società quotate dall’art. 108 t.u.f., là dove il diritto all’acquisto delle proprie azioni riconosciuto alla minoranza non è generato da una decisione imputabile agli organi sociali<sup>17</sup> ed è

---

che autorizzava il legislatore delegato a prevedere l’introduzione per statuto di “ulteriori fattispecie di recesso a tutela del socio dissenziente”: cfr. TOFFOLETTO (nt. 12), 370 s. e MARASÀ (nt. 13), 17. V. pure ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da Schlesinger e diretto da F. Busnelli, tomo 1, Milano, 2010, 783, il quale valorizza la meno restrittiva formulazione della legge delega in relazione alle ipotesi statutarie di recesso nella s.r.l., per sottolineare la maggior flessibilità concessa all’autonomia statutaria in quest’ultime rispetto alle s.p.a.

<sup>16</sup> Nel senso che le sole delibere assembleari sarebbero idonee cause statutarie di recesso v. TOFFOLETTO (nt. 12), 380 ss.; così pure CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 302 s., con la specificazione che le delibere dovrebbero risultare potenzialmente lesive degli interessi dei soci non consenzienti. Per l’estensione anche a decisioni gestorie assunte dall’organo amministrativo v. MARASÀ (nt. 13), 17; quanto a quest’ultime, cfr. pure FRIGENI (nt. 14), 193, il quale precisa che esse dovrebbero essere idonee a incidere sulle modalità di svolgimento dell’attività di impresa originariamente prevista.

<sup>17</sup> Pur prescindendo dalla valorizzazione di tale ipotesi legale di riscatto obbligatorio, va sottolineato che, in senso conforme, la maggioranza degli interpreti che si sono occupati di recesso dopo la riforma considerano idonee cause di recesso convenzionale anche *meri fatti oggettivi* (siano essi interni o esterni alla sfera sociale): cfr., sia pur con sfumature diverse in ordine alla tipologia di fatti idonei, 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, a cura di Abbadessa e Portale, 3, Torino, 2006, 207; CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2006, 502; DI CATALDO (nt. 13), 231; CALLEGARI, sub *art.* 2437, in *Il nuovo diritto societario*, commentario diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, \*\*, Bologna, 2004 1406; GALLETTI, sub *art.* 2437, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005, 1406; PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 522 s; VENTORUZZO (nt. 14), 338; *contra*, con specifico riferimento ai fatti “esterni”, FRIGENI (nt. 14), 190 ss. Sotto il profilo testuale, ricorrente fra i sostenitori della tesi estensiva è la valorizzazione della lettera dell’art. 2437-bis, comma 1° c.c., che, nel disciplinare le modalità d’esercizio del recesso stabilisce *dies a quo* differenziati, a seconda che il “fatto” legittimate sia o meno una deliberazione dell’assemblea straordinaria: v., *ex multis*, CALLEGARI, sub *art.* 2437-bis, in *Il nuovo diritto societario*, commentario diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, \*\*, Bologna, 2004, 1411; GALLETTI, sub *art.* 2437-bis, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005, 1538; per una svalutazione di questo argomento cfr., tuttavia, FRIGENI (nt. 14), 190, nt. 219. Sulle modalità d’esercizio del diritto al riscatto v. *infra*, par. 3.

Va da sé che, qualora la clausola statutaria (rivolta a tutte le azioni) sia configurata in questi termini, la gamma dei destinatari della facoltà di *exit* risulta ampliata rispetto a quella che deriva dall’accoglimento della soluzione più rigorosa. Infatti, il recesso (e, analogamente, il riscatto) divengono strumenti fruibili non solo dai soci che dissentono da una delibera assembleare (o, secondo alcuni, anche degli amministratori), bensì da tutti membri della compagine sociale (compresi, quindi, i soci di controllo): v. sul punto, MARASÀ (nt. 13), 17. È il caso di precisare, peraltro, che anche

funzionalmente rivolto alla tutela dell'interesse al disinvestimento in situazioni di illiquidità del mercato.

A conclusioni parzialmente simili, inoltre, si può pervenire con riferimento alle ipotesi di diritto di recesso (o, alternativamente, di riscatto obbligatorio) tipizzate dal legislatore come correttivo per l'efficacia della clausola di mero gradimento (cfr. art. 2355-*bis*, comma 2°, c.c.). Vero è che, in tal caso, il diritto di *exit* è riconducibile a un dissenso del socio alienante rispetto alla decisione di non concedere il *placet* all'acquirente da parte del soggetto a ciò deputato; ma, a ben vedere, la facoltà di uscita non mira qui (solo) al riequilibrio delle posizioni di forza fra soggetti "deboli" e soggetti "forti" nell'assunzione di decisioni che possono incidere negativamente sui primi, bensì (anche) alla tutela dell'interesse (di ciascun socio) a ottenere la liquidazione del proprio investimento, in ipotesi in cui la via dell'alienazione sia occlusa dall'operatività del meccanismo statutario di limitazione alla circolazione<sup>18</sup>.

Infine, sotto il profilo di cui si discorre, sembra assumere particolare rilievo il già ricordato riconoscimento di un (insopprimibile) diritto di recesso *ad nutum* nelle società per azioni (non quotate) contratte a tempo indeterminato. Ciò, infatti, costituisce un'ulteriore prova del fatto che l'essenza causale del diritto di *exit* dalla società azionaria non possa ricostruirsi nei restrittivi termini prospettati dalla dottrina sopra ricordata. Sicché, non sembra possibile appellarsi (meramente) a una presunta incompatibilità ontologica del recesso *ad nutum* rispetto alla funzione propria dell'istituto nella s.p.a., per negare la possibilità di estendere in via statutaria l'utilizzo di tale strumento nelle società per azioni "chiuse" contratte *ad tempus*, anche, eventualmente, in varianti alternative (: riscatto obbligatorio)<sup>19</sup>.

---

l'individuazione, quale presupposto del diritto di *exit*, di decisioni assunte dagli amministratori può in astratto giustificare l'esercizio della facoltà di uscita da parte del socio di controllo: in concreto, però, tale eventualità sembra potersi verificare solo in ipotesi residuali, stante la contiguità fra organo amministrativo e socio di maggioranza che caratterizza le società per azioni "chiuse".

<sup>18</sup> È noto che nelle s.p.a. "chiuse" a tempo determinato l'interesse al disinvestimento può essere precluso in senso assoluto nel solo limite di cinque anni (cfr. art. 2355-*bis*, comma 1°, c.c.); mentre l'introduzione di una clausola di mero gradimento può, tutt'al più, precludere il recupero dell'investimento in forza dei (soli) atti ordinari di cessione, ma – come visto – giammai in virtù di altri strumenti (: diritto di recesso; meccanismi di riscatto obbligatorio).

L'attenzione nei confronti dei meccanismi "alternativi" di disinvestimento che emerge dalla riforma potrebbe portare a ritenere, con un rovesciamento di prospettiva, che essi possano essere *valorizzati dall'autonomia privata* al fine di garantire all'azionista un recupero dell'investimento nelle ipotesi in cui, per la peculiarità dell'attività sociale svolta o altri fattori, risulti in via prognostica altamente improbabile la possibilità di trovare terzi disposti all'acquisto della partecipazione entro la scadenza della società. In quest'ottica, il diritto di recesso (o il riscatto obbligatorio) non rappresenterebbero le "uscite d'emergenza" imposte dal legislatore in presenza di una concreta possibilità di cessione delle partecipazioni (preclusa, tuttavia, dal congegno di limitazione al trasferimento delle azioni contemplato dallo statuto), ma – al contrario – la "porta principale" attraverso cui l'autonomia privata intende consentire un (altrimenti arduo) disinvestimento. Alla luce di tale interesse, dunque, anche ipotesi statutarie di recesso (o di riscatto obbligatorio) meramente potestativo potrebbero considerarsi ammissibili nelle s.p.a. a termine. Ciò, beninteso, a condizione che non siano riscontrabili in tal caso altri interessi prevalenti, la cui esigenza di tutela porti eventualmente a concludere in senso opposto: sul punto v. *infra* nel testo.

<sup>19</sup> V. in senso conforme SFAMENI (nt. 3), 153; con riferimento al solo recesso *ad nutum*, cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO (nt. 14), *Massima n. 74*.

È il caso di chiarire che con ciò non s'intende affermare che la soluzione favorevole al recesso (e al riscatto) statutario *ad nutum* nella s.p.a. a tempo determinato possa basarsi su un'estensione

Apparentemente più persuasiva è la prospettiva di quanti, per giungere a tale conclusione, fanno leva sui rischi che l'introduzione di un diritto di recesso *ad nutum* determinerebbe per i creditori sociali, nonché, più in generale, per la stabilità dell'organizzazione societaria: la possibilità per ciascun socio di richiedere *ad libitum* la restituzione del proprio investimento, infatti, potrebbe determinare un indiscriminato *vulnus* al patrimonio sociale, e dunque alla garanzia generica dei terzi che entrano in contatto con la società<sup>20</sup>, nonché, in casi estremi, lo stesso scioglimento della società<sup>21</sup>.

Alla luce delle peculiari caratteristiche (morfologiche e, conseguentemente, di disciplina) che distinguono il riscatto obbligatorio dal recesso sembra, tuttavia, lecito dubitare che tali considerazioni possano portare a ritenere illegittima l'introduzione statutaria di meccanismi che consentano al socio di ottenere l'acquisto *ad libitum* delle proprie partecipazioni.

In primo luogo, infatti, nell'ipotesi in cui la clausola faccia gravare *sui soli soci* (variamente identificati)<sup>22</sup> l'obbligo di riscatto, *nessuno dei profilati effetti pregiudizievoli può verificarsi*: solo il patrimonio di questi ultimi, infatti, può essere

---

analogica della norma di cui all'art. 2437, comma 3° c.c.: infatti, anche a voler negare che la disposizione in questione abbia natura eccezionale (punto per vero dubbio: in senso contrario v., ad esempio, DI CATALDO (nt. 13), 232), la sua ragione giustificatrice (: garantire al socio una via d'uscita da un vincolo contrattuale tendenzialmente illimitato) non si attaglia, evidentemente, alla società contratta *ad tempus*. Ciò, ovviamente, a prescindere dalla delicata questione (che non è possibile affrontare in tal sede) della possibilità di invocare l'applicazione della causa di recesso legale anche nelle società per azioni con termine di scadenza abnorme (per i dovuti riferimenti sulla questione v., per tutti, MARASÀ (nt. 13), 12, testo e nt. 33).

Come detto nel testo, la norma pare piuttosto certificare, in linea di principio, la compatibilità sistemica del recesso *ad nutum* con il tipo azionario. In tal modo, si svaluta l'opzione interpretativa di quanti attribuiscono al riconoscimento legale della figura un rilievo solo accidentale, ferma l'incompatibilità di fondo con l'essenza del recesso, da rinvenirsi altrove; ovvero - più in generale - con le regole organizzative della società per azioni (in tale ultimo senso v., ad esempio, CAPPIELLO (nt. 12), 502).

L'ammissibilità dell'introduzione della figura in via statutaria nelle società a tempo determinato pare piuttosto dover essere valutata alla luce della ponderazione dei diversi interessi in gioco: in tal senso SFAMENI (nt. 3), 154. E v. *retro*, nt. 18, nonché le riflessioni che seguono nel testo.

<sup>20</sup> In tal senso, cfr. STELLA RICHTER *jr.* (nt. 12), 395; DI CATALDO (nt. 13), 232; DELLI PRISCOLI (nt. 14), 142; BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 2004, 1125; MARASÀ (nt. 13), 17; nella medesima direzione, con riferimento alle s.r.l., DACCÒ, *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto e limiti all'autonomia privata nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2004, 478; ZANARONE (nt. 15), 781, quest'ultimo valorizzando le prescrizioni contenute nella legge delega in tema di riforma delle società di capitali.

Cfr. pure CALANDRA BUONAURA (nt. 16), 301 ss., il quale sottolinea che un eguale rischio patrimoniale si porrebbe nell'ipotesi di proliferazione a livello statutario di cause di recesso radicate in meri fatti oggettivi, corroborando per tal via la tesi secondo cui solo deliberazioni assembleari costituirebbero idonei presupposti di recesso convenzionale.

Non ritiene, invece, decisivo il profilo della tutela dei creditori sociali, considerando sufficiente a tal fine il rimedio dell'opposizione riconosciuto qualora si renda necessario intaccare il capitale sociale per provvedere al rimborso del receduto, TOFFOLETTO (nt. 12), 372.

<sup>21</sup> Valorizza il dato della possibile disgregazione della società conseguente all'esercizio del diritto di *exit*, TOFFOLETTO (nt. 12), 151, il quale, anche per tale via, perviene alla conclusione dell'ammissibilità delle sole cause convenzionali di recesso improntate all'instaurazione di una dialettica fra la maggioranza e la minoranza sullo svolgimento dell'attività sociale. Ciò in un'ottica di *favor* verso la continuazione dell'impresa, piuttosto che in quella della disgregazione.

<sup>22</sup> V. *retro*, Cap. II, par. 3.

intaccato per ottemperare all'acquisto e, conseguentemente, non si possono verificare le peculiari ipotesi di scioglimento contemplate all'art. 2437-*quater*, commi 6° e 7°, c.c.<sup>23</sup>

Per quanto concerne, invece, il riscatto a carico della società, si è già avuto modo di osservare che la riconduzione della fattispecie al *genus* dell'acquisto delle azioni proprie comporta che – in mancanza delle condizioni legali per la lecita realizzazione dell'acquisto<sup>24</sup> – non scatti l'obbligo di convocare l'assemblea straordinaria perché deliberi la riduzione di capitale necessaria per procedere al rimborso del titolare delle azioni "riscattande", o in alternativa, lo scioglimento della società; né, pertanto, vi è la possibilità di un'opposizione dei creditori alla delibera di riduzione, il cui eventuale accoglimento determinerebbe la dissoluzione dell'ente.

Sicché, da un lato, l'adempimento dell'obbligo di riscatto da parte della società non può comportare un'erosione di quelle risorse del patrimonio netto che sono destinate in linea di principio a rimanere vincolate in società; né, d'altro lato, è possibile che venga in tal caso compromessa la stessa sopravvivenza della società, a differenza di quanto può accadere, sia pur in via di *extrema ratio*, in caso di esercizio del diritto di recesso<sup>25</sup>.

Non può, tuttavia, nascondersi che l'esercizio *ad libitum* del diritto di vendita da parte dei soci potrebbe comunque determinare una costante sottrazione di risorse sociali disponibili, altrimenti destinate a essere impiegate per lo svolgimento dell'attività imprenditoriale e, dunque, anche per il soddisfacimento dei creditori sociali<sup>26</sup>. Si tratta, oltretutto, di un'eventualità ancor più probabile rispetto a quanto può accadere in forza dell'esercizio di un diritto di recesso *ad nutum*: come già

---

<sup>23</sup> V. *retro*, Cap. II, par. 4.

<sup>24</sup> Per la puntuale individuazione dei presupposti di legittimità del riscatto obbligatorio di azioni proprie da parte della società v. *infra*, par. 4.

<sup>25</sup> Pertanto, l'argomento volto a negare la possibilità di introdurre vie di *exit* convenzionali *ad nutum*, sulla scorta dell'esponentiale aumento delle possibilità di scioglimento che ne deriverebbe, deve considerarsi inconferente con la fattispecie del riscatto obbligatorio da parte della società.

<sup>26</sup> Nell'ottica interpretativa propria dell'analisi economica del diritto, parte della dottrina statunitense giudica inefficiente (e dunque da evitare) lo strumento dell'*unconditional buy out right*. In particolare, si è ritenuto che tali clausole non solo alimenterebbero comportamenti opportunistici da parte dei titolari del diritto, ma gli stessi creditori, dovendo sopportare, in modo imprevedibile, il rischio di instabilità patrimoniale della società dovuto al rimborso dei soci uscenti, si tutelerebbero attraverso l'aumento dei costi di concessione del credito. In altri termini, l'effetto di simili meccanismi finirebbe per ritorcersi sugli stessi interessi patrimoniali dei soci beneficiari del diritto di recesso, con un'inevitabile ripercussione sull'efficienza allocativa delle risorse nell'ambito del mercato: per queste considerazioni v. EASTERBROOK-FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1996, 238 ss. In senso contrario v., tuttavia, HETHERINGTON-DOOLEY, *Illiquidity and Exploitation: a Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem*, in 63 *Virginia Law Review*, 1977, 44 ss., secondo cui il diritto astratto al disinvestimento tramite la facoltà di *exit ad nutum* può rendere *di per sé* l'azione più facilmente trasferibile a soggetti terzi interessati all'iniziativa imprenditoriale. In tale ottica si favorirebbe la creazione di un mercato delle partecipazioni sociali della società "chiusa", riducendo così le probabilità di effettivo esercizio del diritto, e dunque, di lesione del patrimonio sociale, con i conseguenti effetti distorsivi sui costi di concessione del credito. V., in senso conforme, FERRAN, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999, 430 s.

Fra gli interpreti nazionali, aggiunge, inoltre, SFAMENI (nt. 3), 157, che nelle s.p.a. "chiuse" il capitale di credito non è concesso, di norma, in funzione della stabilità del patrimonio, ma in funzione di specifiche garanzie aventi per oggetto elementi dell'attivo dell'impresa o del patrimonio dei soci, nonché a fronte della stipulazione di appropriati *covenants*.

osservato, infatti, solo in tale ultimo caso s'impone il rispetto di quella sequenza procedimentale che individua nel patrimonio di altri soci (o eventualmente di terzi) disposti all'acquisto delle partecipazioni del receduto la fonte primaria per procedere al rimborso di quest'ultimo<sup>27</sup>.

Senonché, a ben vedere, *un medesimo effetto depauperativo si potrebbe verificare in forza di sistematici acquisti "volontari" di azioni proprie*, dove pure il legislatore considera del tutto legittimo finanziare il disinvestimento dei soci attingendo al patrimonio sociale, ritenendo (a ragione o meno) cautela sufficiente per i creditori sociali l'impossibilità di attingere a tal fine da risorse indisponibili<sup>28</sup>.

Pur nella consapevolezza che l'argomento non assume rilievo decisivo, occorre inoltre aggiungere che, in via di autonomia statutaria, i soci potrebbero circoscrivere le risorse utilizzabili per procedere al riscatto obbligatorio *ad nutum*: in particolare, adattando una soluzione diffusa nell'ordinamento statunitense, potrebbe prevedersi la

---

<sup>27</sup> Sotto questo punto di vista, cade un argomento utilizzato dalla dottrina favorevole al riconoscimento del diritto convenzionale di recesso *ad nutum*: v. SFAMENI (nt. 3), 156, il quale, per quanto concerne invece la possibile restituzione del capitale sociale per provvedere al rimborso del socio receduto, ritiene idoneo strumento di tutela dei creditori sociali il rimedio dell'opposizione. Sembra il caso di aggiungere, sotto altro profilo, che anche l'argomento dell'instabilità genetica del programma imprenditoriale che deriva dall'introduzione del recesso *ad nutum* (vuoi per la possibile, indiscriminata restituzione di risorse sociali ai soci receduti, vuoi per le eventuali conseguenze dissolutorie della società) potrebbe non essere considerato decisivo per negare la possibilità di contemplare in via convenzionale tale strumento nelle società "chiuse" *ad tempus*. In senso contrario, si osserva infatti che pure per le società a tempo indeterminato è ad un'espressa scelta dei soci (: quella di non stabilire un termine di scadenza) che si deve la medesima messa a rischio della stabilità della società: v., in tal senso, ancora SFAMENI (nt. 3), 154. Occorre peraltro precisare che l'A., implicitamente, utilizza tutti gli argomenti che precedono per sostenere la validità (anche) del riscatto obbligatorio *ad nutum* da parte della società, giacché, contrariamente all'interpretazione accolta in questa tesi, si schiera a favore dell'integrale estensione della disciplina prevista per il rimborso del socio receduto a tale figura.

<sup>28</sup> Occorre, tuttavia, osservare che, in caso di acquisto volontario, la decisione di utilizzare le risorse disponibili della società è in ultima analisi rimessa all'esercizio di un potere discrezionale degli amministratori, i quali saranno dunque responsabili (anche) nei confronti dei creditori per gli eventuali danni causati dall'operazione realizzata. In caso di riscatto obbligatorio, invece, l'acquisto non è imputabile ad una libera scelta gestoria dell'organo amministrativo, giacché ad esso si perviene, a seconda dei casi, in forza dell'esercizio unilaterale di un'opzione alla vendita riconosciuta al titolare delle azioni, ovvero dell'adempimento di un obbligo direttamente imposto in capo agli amministratori dal regolamento statutario. Sarebbe, dunque, difficile chiamare in causa la responsabilità degli amministratori per le eventuali lesioni patrimoniali che dovessero derivare in tal caso dalla distribuzione ai soci delle risorse disponibili (allo stesso modo in cui sarebbe arduo pervenire a tale conclusione in caso di distribuzioni di utili effettuate in esecuzione di delibere assembleari *ex art. 2433 c.c.*: in senso contrario v. tuttavia STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009, 157 ss., il quale anche in tal caso ritiene in principio sussistente la responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori sociali *ex art. 2394 c.c.*, fondando – su questo e su altri dati normativi – un generale dovere per gli amministratori di astenersi dal dare esecuzione a distribuzioni che, sia pur conformi ai limiti legali, comportino un pregiudizio per la solvibilità della società; e v. pure SPOLIDORO, *Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2008, 1035 ss.). In ipotesi siffatte, dunque, la tutela dei creditori sociali parrebbe poter passare più verosimilmente dall'esercizio dell'azione revocatoria (ordinaria o fallimentare), per rendere inefficace nei loro confronti la distribuzione effettuata a favore degli azionisti.

costituzione di un'apposita riserva statutaria (c.d. *sinking fund*)<sup>29</sup>, specificamente destinata al rimborso dei soci esercenti il diritto al riscatto ed alimentata con una parte degli utili periodici. In tal modo, si provvederebbe, da una parte, ad accantonare nel tempo una "provvista" funzionalmente vincolata al soddisfacimento delle azioni "riscattande", così garantendo i titolari dal rischio di una neutralizzazione del loro diritto, che potrebbe conseguire a una costante destinazione delle risorse disponibili ad altri scopi; d'altra parte, tuttavia, il fatto che il riscatto possa avvenire nei limiti delle sole risorse accantonate in conformità alle regole statutarie precluderebbe l'eventualità di un sistematico "prosciugamento" degli utili distribuibili e delle riserve disponibili per finanziare il disinvestimento *ad libitum* dei soci.

Alla luce di quanto precede, non sembrano, dunque, riscontrabili nell'ordinamento *interno* indici che portino a ritenere inammissibili congegni statuari di riscatto obbligatorio *ad nutum*<sup>30</sup>.

Rimane, tuttavia, da valutare la bontà di tale conclusione alla luce del dato normativo comunitario. In particolare, si è già avuto modo di osservare che l'art. 39 della II Direttiva si rivolge tanto alle azioni riguardo alle quali sia previsto un potere di riscatto da parte della società, quanto a quelle che concedono al titolare il diritto di ottenere l'acquisto da parte di quest'ultima. Orbene, poiché tale disposizione prevede, fra l'altro, che lo statuto stabilisca le "condizioni" di riscatto (cfr. lett. c), si potrebbe astrattamente ritenere, in conformità a quanto si è detto in tema di riscatto potestativo<sup>31</sup>, che il rispetto della sovraordinata fonte comunitaria comporti la necessità di fissare una (seppur minima) forma di limitazione alla possibilità d'esercizio del diritto del socio a ottenere l'acquisto delle proprie partecipazioni. In particolare, potrebbe considerarsi indefettibile la previsione (almeno) di vincoli temporali (ad esempio, fissazione di un termine iniziale e/o finale o di più finestre temporali per avvalersi del diritto di "put").

Peraltro, le ragioni che spingono a prospettare un'interpretazione in tali termini del dato letterale comunitario, come dimostra anche l'esperienza comparatistica<sup>32</sup>,

---

<sup>29</sup> Sui c.d. *sinking funds* v., per tutti, WISLEY, *The Use of Sinking Funds in Preferred Stock Issue*, in *The Journal of Finance*, 1947, 31 ss.; COX-HAZEN, *On corporations*, vol. II, 2nd ed., New York, 2003, 1158 ss.; nella dottrina spagnola v. DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid, 2002 273 ss.; DE LA CONCEPTION CHAMORRO DOMINGUEZ, *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, Madrid, 2007, 191 s.; fra gli interpreti nazionali, v., in particolare, GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004, 175; SFAMENI (nt. 3), 169, nt. 232.

<sup>30</sup> Stante quanto precisato al precedente par. 1, *qualora l'obbligo di acquisto gravi sui soci*, il diritto statutario al riscatto *ad nutum* deve ritenersi in principio ammissibile anche nelle società per azioni "aperte", fermi restando i dubbi sulle effettive possibilità di utilizzo pratico della figura. Allo stesso modo nulla preclude in astratto di introdurre *qualsiasi variante* di riscatto obbligatorio *ad nutum* nelle s.p.a. "chiuse" a tempo indeterminato, ma con ancor maggiori riserve sulla plausibilità di un'applicazione pratica dello strumento.

<sup>31</sup> V. *retro*, Cap. III, par. 2.

<sup>32</sup> Al di là di quegli ordinamenti comunitari in cui si ritiene lecito prevedere azioni riscattabili *ad nutum*, nei quali, coerentemente, si ritiene estendibile la medesima soluzione alle azioni "riscattande" (in tal senso, v., ad esempio, la *section 684* del *Companies Act* inglese del 2006 e le considerazioni riportate *supra*, Cap. III, par. 2, nt. 38, che devono ritenersi valide anche per l'ipotesi ora in discorso; in Francia, con riferimento alle *actions de préférence* in società non quotate, pur nel silenzio dell'art. L. 220-18 *Code comm.*, v. in tal senso MORTIER, *Rachat d'actions et actions rachatables*, in *Rev. Soc.*, 2004, 650 s.; *contra*, tuttavia GERMAIN, *La création e la disparition des actions de préférence*, in *Revue de droits bancaire e financière*, 2004, 367) è significativo che nell'ordinamento spagnolo,

non sembrano sussistere in relazione alla variante del riscatto obbligatorio: in particolare, in tale ultimo caso, a differenza di quanto accade ove sia previsto un potere di riscatto, non si pone l'esigenza di garantire al socio "riscattabile" la possibilità di valutare in via preventiva le circostanze (almeno temporali) in cui l'interesse al mantenimento del suo investimento in società possa essere messo a repentaglio, poiché, evidentemente, il disinvestimento è determinato qui da una scelta che resta sotto il totale dominio dell'azionista<sup>33</sup>.

Piuttosto, la fissazione *in via facoltativa* di "condizioni" temporali per l'esercizio del diritto di "put" sembra costituire un ulteriore strumento a disposizione dell'autonomia statutaria per mitigare gli eventuali effetti depauperativi del patrimonio sociale conseguenti all'obbligo di acquisto<sup>34</sup>; ovvero, se gli obbligati al riscatto siano membri della compagine sociale, per circoscrivere il lasso temporale in cui questi ultimi siano esposti al rischio di un esborso patrimoniale per finanziare l'acquisto.

### 3) *Modalità d'esercizio ed efficacia dei congegni statuari di riscatto obbligatorio.*

Per quanto concerne le modalità d'esercizio del riscatto obbligatorio, sembra anzitutto necessario che la clausola individui, a seconda della concreta configurazione del congegno acquisitivo, un termine per l'esercizio da parte del socio del diritto potestativo a vendere le proprie partecipazioni o, in alternativa, un termine entro cui il soggetto obbligato alla conclusione del contratto di compravendita delle azioni deve prestare il proprio consenso all'acquisto.

Nel primo caso, infatti, ove il riscatto è strutturato sul modello di un'opzione a vendere, tale esigenza è imposta dalla natura potestativa del diritto, che sul piano sistematico comporta, salve eccezioni<sup>35</sup>, la necessità di fissare un termine decadenziale per il suo esercizio, al fine di evitare che il soggetto in posizione di *pati* si trovi illimitatamente alla mercé del soggetto titolare della posizione giuridica attiva<sup>36</sup>.

---

mentre per le azioni quotate riscattabili su iniziativa della società s'impone *ex lege* un termine iniziale per il riscatto, nel caso in cui l'iniziativa venga lasciata al titolare delle azioni non è imposto alcun vincolo, nemmeno di natura temporale (cfr. art. 500 *LSC*). In dottrina, sulle azioni attribuenti al socio un diritto al riscatto esercitabile *ad nutum* v. DEL POZO (nt. 29), 263, secondo cui "*de esta manera, por medio del istituto del las acciones rescatables podría de hecho configurarse en estatutos una suerte de derecho de 'separacion' ad nutum a favor de los accionistas de una determinada clase de acciones*"; cfr. pure DE LA CONCEPTION CHAMORRO DOMINGUEZ (nt. 29), 255 ss.

Anche nel diritto statunitense è pacifica l'ammissibilità della *mandatory redemption* su mera iniziativa del socio: v. § 6.01 (c) (2) (i) *MBCA* 2008 e in dottrina, cfr., per tutti, NOTE (nt. 6), 986.

<sup>33</sup> V., sul punto, le considerazioni di SFAMENI (nt. 3), 163.

<sup>34</sup> V., con esplicito riferimento al recesso, SFAMENI (nt. 3), 158, testo e nt. 209.

<sup>35</sup> Fra quest'ultime, in ambito societario va annoverata l'ipotesi del recesso (*ad nutum*) dalle società contratte a tempo indeterminato (cfr. artt. 2285, comma 1°, 2473, comma 2° e 2437, comma 3°, c.c.), là dove la mancanza di un termine di decadenza per l'esercizio del potere di sciogliere unilateralmente il vincolo sociale è giustificata dalla tendenziale illimitatezza temporale di quest'ultimo.

<sup>36</sup> V. anche quanto già osservato *retro*, Cap. III, par. 3, in tema di potere di riscatto.

Nella seconda ipotesi, invece, in cui il modello civilistico di riferimento è rappresentato dal contratto preliminare “unilaterale”, si pone la necessità di stabilire un termine entro il quale soggetto obbligato s’impegna ad acquistare; in caso d’inadempimento, pertanto, il cedente potrà chiedere l’esecuzione in forma specifica del suo credito ai sensi dell’art. 2932 c.c.

Sembra opportuno chiedersi quali siano le conseguenze della mancata determinazione statutaria dei termini in questione.

A tal fine occorre distinguere.

i) Qualora la clausola preveda un diritto di “*put*”, si potrebbe invocare a tal fine l’applicazione analogica dell’art. 2437-*bis*, c.c., nella parte in cui, con riferimento all’esercizio del diritto (potestativo) di recesso, individua termini decadenziali differenti, a seconda della circostanza che legittima il diritto di *exit*.

In questa scia, qualora il diritto al riscatto sia riconosciuto al socio che non contribuisca all’approvazione di una deliberazione dell’assemblea straordinaria, esso dovrebbe essere esercitato entro quindici giorni dall’iscrizione della delibera nel registro delle imprese (arg. *ex* art. 2437-*bis*, comma 1°). Adattando in via interpretativa tale norma, potrebbe ritenersi che al medesimo termine si possa far riferimento nei casi in cui il diritto di “*put*” sia riconosciuto al socio che non dia il proprio voto favorevole all’adozione di una delibera dell’assemblea ordinaria, ma in tal caso dal momento della trascrizione della stessa nel libro delle adunanze e delle deliberazioni delle assemblee<sup>37</sup>. Quando, invece, le circostanze legittimanti siano diverse (: decisioni dell’organo amministrativo, meri fatti oggettivi), soccorrerebbe il dettato del secondo comma della disposizione richiamata, secondo cui la facoltà di recesso può essere esercitata entro trenta giorni dalla conoscenza effettiva del “fatto” individuato come presupposto.

Considerazioni peculiari valgono, poi, per l’ipotesi “estrema” del diritto meramente potestativo al riscatto<sup>38</sup>: infatti, ove non diversamente fissato in statuto, deve ritenersi che il termine decadenziale coincida implicitamente con quello stabilito per la scadenza della società<sup>39</sup>.

In aggiunta, occorre interrogarsi sulla necessità di estendere in via analogica all’ipotesi in discorso le norme che, con riferimento al recesso legale *ad nutum* di cui

---

<sup>37</sup> In tema di recesso, v. in tal senso MARASÀ (nt. 13), 19, nt. 67, che considera questa interpretazione preferibile rispetto all’alternativa dell’estensione della disciplina di cui al secondo comma dell’art. 2437-*bis* c.c. (trenta giorni dalla conoscenza del fatto legittimante) anche all’ipotesi in questione, sottolineando l’opportunità di evitare, per quanto possibile, un criterio (quello dell’effettiva conoscenza) di incerta identificazione (e, quindi, potenzialmente foriero di maggior contenzioso), nonché in grado di prolungare l’incertezza sulle conseguenze della delibera. Infatti, vi potrebbero essere decorrenze del termine diverse a seconda, ad esempio, che i soci titolari del diritto siano intervenuti o meno in assemblea. Per l’opinione contraria v. tuttavia, BIONE (nt. 17), 212; VENTORUZZO (nt. 14), 353, nt. 111.

<sup>38</sup> Va sottolineato che la strutturazione del riscatto obbligatorio in termini di opzione “*put*” sembra verosimilmente la sola struttura acquisitiva idonea a garantire al socio la possibilità di ottenere *in via del tutto discrezionale* (anche da un punto di vista cronologico) l’acquisto delle proprie azioni. V., peraltro, le osservazioni che seguono nel testo.

<sup>39</sup> Sembra, invece, assai più discutibile che la mancata individuazione del termine di decadenza in ipotesi statutarie di riscatto *ad nutum* in società a tempo indeterminato (peraltro, residuali dal punto di vista pratico) comporti una possibilità d’esercizio *sine die* del diritto, in analogia con quanto avviene per il recesso legale: v. la precedente nota 35.

all'art. 2437, comma 3°, c.c. prevedono la fissazione di un termine di preavviso (non inferiore a sei mesi e allungabile in via statutaria fino ad anno) affinché il recesso prenda efficacia<sup>40</sup>, nonché la predeterminazione nell'atto costitutivo di un termine iniziale d'esercizio, comunque non superiore a un anno (cfr. art. 2328, comma 2°, n. 13, c.c.)<sup>41</sup>.

La *ratio* di tali disposizioni va ricondotta all'esigenza che – a fronte del riconoscimento di un'incondizionata facoltà di *exit* – l'investimento del socio resti almeno per un periodo minimo vincolato in società, nell'interesse a evitare che la “facoltà di pentimento” riconosciuta ai membri della compagine sociale si risolva in subitaneo *vulnus* alla stabilità del programma imprenditoriale. Pertanto, potrebbe forse ritenersi che, *qualora il riscatto gravi sulla società*, il socio esercente il diritto discrezionale di “*put*” sia chiamato al rispetto del predetto termine di preavviso e che, in relazione alle azioni “riscattande” di nuova sottoscrizione, lo statuto debba indicare un (anche solo formale) termine iniziale d'esercizio<sup>42</sup>.

Va da sé, invece, che nel caso in cui l'acquisto cada in capo ai soci, non ponendosi un rischio siffatto, non v'è alcuna ragione per prospettare l'estensione analogica delle norme di cui si è detto e, dunque, per ipotizzare le medesime conclusioni applicative.

*ii)* Considerazioni diverse sembrano, invece, dover essere compiute quando il congegno di acquisto coattivo sia plasmato sul modello del preliminare “unilaterale”. In tal caso, infatti, la mancata indicazione statutaria del termine entro cui – una volta verificatasi la circostanza individuata nella clausola – il soggetto obbligato deve porre in essere l'acquisto, non pare poter essere colmata in sede interpretativa per via del richiamo ai termini prefissati dall'art. 2437-*bis* c.c.<sup>43</sup>. Come detto, questi ultimi sono infatti volti al (diverso) obbiettivo di circoscrivere il lasso temporale entro cui è possibile avvalersi efficacemente di un diritto potestativo di *exit*. Pertanto, la fissazione del termine entro cui concretizzare l'acquisto delle azioni spetterà all'autorità giudiziaria, interpellata ai sensi dell'art. 1183 c.c.<sup>44</sup>

---

<sup>40</sup> Per la precisazione che il termine di preavviso di cui all'art. 2437, comma 3°, c.c. è solo un termine sospensivo dell'*efficacia* del diritto e non invece dell'*esercizio* dello stesso, cfr. SFAMENI (nt. 3), 154.

<sup>41</sup> Quest'ultima prescrizione parrebbe peraltro poter essere sostanzialmente svuotata dall'autonomia statutaria, prevedendo un *dies a quo* assai prossimo alla costituzione della società: v. BARTOLACELLI (nt. 20), 1125.

<sup>42</sup> Ove il congegno fosse introdotto *durante societate* in relazione ad azioni già sottoscritte, infatti, l'investimento dei soci “riscattandi” sarebbe già, per un certo periodo, rimasto vincolato in società.

Occorre, inoltre, precisare che deve senz'altro ritenersi inoperante la prescrizione che vieta di estendere il termine iniziale oltre l'anno dalla costituzione della società (o, se successiva, dalla sottoscrizione delle azioni), giacché l'esigenza tutelata nell'ipotesi legale (permettere al socio di sciogliersi da un vincolo potenzialmente illimitato) non si attaglia all'ipotesi di *exit* convenzionale di cui si discorre. Di conseguenza, resta a totale discrezione dell'autonomia statutaria circoscrivere in maniera più incisiva la facoltà d'esercizio del diritto, prevedendo un termine iniziale più lungo.

<sup>43</sup> Piuttosto, a tale norma potrebbe forse farsi riferimento per stabilire il *dies a quo*, là dove lo statuto, pur fissando il termine entro cui realizzare l'acquisto, non stabilisca espressamente il momento a partire dal quale deve essere conteggiato. Lo stesso, a maggior ragione, deve ritenersi con riferimento alla variante del diritto di “*put*”, per quanto concerne il termine decadenziale.

<sup>44</sup> In senso conforme, con riferimento all'ipotesi tipizzata dal legislatore all'art. 2355-*bis*, comma 2°. c.c., v. STANGHELLINI, sub *art. 2355-bis*, in NOTARI (a cura di), *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c.*, nel

Per quanto concerne, poi, la determinazione della *forma* per mezzo della quale comunicare all'acquirente la volontà di esercitare il diritto di "put" (ovvero, nella variante alternativa, provvedere allo scambio dei consensi necessario alla conclusione del contratto di vendita) deve riconoscersi una piena libertà all'autonomia statutaria.

Solo nel primo caso, l'eventuale silenzio della clausola sul punto potrebbe essere colmato in via interpretativa, ritenendo che la dichiarazione unilaterale di avvalersi del diritto potestativo di vendita debba essere comunicata per tramite di lettera raccomandata (arg. *ex art. 2437-bis*, comma 1°, c.c.); nella seconda ipotesi, invece, riemergerà il generale principio della libertà della forma contrattuale.

Riguardo all'efficacia dell'acquisto, al di là dell'ovvia considerazione che l'esercizio del diritto di "put" sarà inefficace, se successivo alla scadenza del termine decadenziale (statutario o legale), un ulteriore problema che si pone per tutte le varianti strutturali di riscatto obbligatorio è quello della necessità o meno della corresponsione del prezzo di riscatto al fine del perfezionamento della vicenda acquisitiva.

Si ricorderà che si tratta di un problema che si è già affrontato con riferimento alle ipotesi statutarie di riscatto potestativo, là dove si è preferita la soluzione affermativa.

Nelle diverse fattispecie ora in analisi non sembra, tuttavia, che vi siano gli estremi per raggiungere la medesima conclusione. In tal caso, infatti, non è possibile invocare gli indici sistematici<sup>45</sup>, né far leva sulle considerazioni equitative<sup>46</sup>, che – in relazione alle clausole che prevedono un potere di riscatto – portano a ritenere sussistente una deroga al generale principio della sufficienza del consenso delle parti per l'efficace trasferimento della proprietà di un bene<sup>47</sup>.

---

*Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 579.

<sup>45</sup> Si ricorderà che, per le clausole che prevedono un potere di riscatto, costituiscono valido sostegno argomentativo alla conclusione della necessità del versamento del prezzo al socio "riscattato" per il perfezionamento della fattispecie acquisitiva le norme di cui all'art. 1505 c.c. e (soprattutto) all'art. 111 t.u.f., le quali prevedono esplicitamente la medesima soluzione in vicende egualmente caratterizzate da un sostanziale "esproprio" di un bene dal relativo titolare. Sul punto v. *retro*, Cap. III, par. 3.

<sup>46</sup> Si è visto, infatti, che là dove il socio si trovi soggetto alla possibilità di subire il riscatto delle proprie partecipazioni, si pone l'esigenza di tutelare il suo interesse a non vedersi costretto alla rinuncia forzata al mantenimento del proprio investimento in società senza ricevere una pronta (e sicura) reintegrazione patrimoniale. Sul punto v. diffusamente *supra*, Cap. III, par. 3.

<sup>47</sup> Sul piano degli interessi in gioco, del resto, l'estensione della soluzione opposta nelle ipotesi oggetto di analisi in queste pagine sembrerebbe risolversi in un eccesso di protezione dell'interesse del socio uscente, a discapito del soggetto obbligato all'acquisto. Quest'ultimo, infatti, già costretto ad un acquisto "forzato", si vedrebbe ulteriormente penalizzato dalla necessità di reperire (se non immediatamente disponibili) risorse liquide sufficienti per il pagamento del prezzo, pena, in difetto, il mancato conseguimento della proprietà delle azioni.

Piuttosto, specie nella variante del diritto meramente discrezionale di "put", potrebbe a tal fine rendersi opportuna la fissazione in statuto di un termine per il versamento del prezzo, il cui solo decorso infruttuoso comporterebbe l'inadempimento del riscattante.

Va osservato, sul piano comparatistico, che la soluzione prospettata nel testo si distingue da quella prevista dal legislatore inglese, il quale prevede il contestuale versamento del prezzo al momento dell'acquisto anche per le *puttable redeemable shares*, sempre che non vi sia un consenso espresso alla dilazione da parte del titolare delle azioni: cfr. la *section 686 (2) (3) CA 2006*.

Non sembra trascurabile, inoltre, stante la più volte segnalata analogia funzionale, che, in caso di recesso, il concreto versamento al receduto della somma da corrispondere a titolo di rimborso non è ritenuto condizione necessaria per la cessazione del vincolo sociale, e, quindi, per la perdita dello *status* di socio<sup>48</sup>.

Se così è, si deve allora concludere che per il trasferimento della *proprietà* delle azioni “riscattande” sia sufficiente, a seconda dei casi, la comunicazione all’acquirente della dichiarazione del socio di avvalersi dell’opzione “*put*”, o lo scambio dei consensi fra le parti.

La perdita della titolarità delle azioni comporta – come già osservato in precedenza<sup>49</sup> – la possibilità per la società di precludere l’esercizio dei diritti sociali al socio cedente che non provveda ad eseguire le (eventuali) formalità necessarie ai fini del trasferimento della legittimazione sul titolo a favore dell’acquirente<sup>50</sup>.

In generale, poi, l’inadempimento delle obbligazioni che derivano dalla cessione in capo alle parti contrattuali (rispettivamente: obbligo di pagamento del prezzo di riscatto; obbligo di consegna, eventualmente “qualificata”, delle azioni cedute, ovvero di dar corso alle formalità equipollenti, in caso di dematerializzazione dei titoli) potranno essere esperiti gli ordinari rimedi concessi dall’ordinamento per ottenere l’adempimento di un’obbligazione pecuniaria o di un obbligo di consegna o di fare. In alternativa, potrà essere richiesta la risoluzione della cessione per inadempimento (e l’eventuale risarcimento dei danni)<sup>51-52</sup>.

---

<sup>48</sup> V. in tal senso, fra altri, GALLETTI (nt. 17), 1563, secondo cui, in particolare, ove realizzata per tramite di atti di cessione, la perdita della qualità di socio da parte del receduto coincide con il momento del trasferimento delle azioni, indipendentemente dall’effettivo rimborso; in senso conforme SFAMENI (nt. 3), 168, nt. 231; VENTORUZZO (nt. 14), 354 ss.; e si ricordino le considerazioni sul punto di CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2005, 73 ss. (v. *retro*, Cap. III, par. 3, nt. 62). A maggior ragione, alla conclusione circa la non indefettibilità del rimborso si perviene se si aderisce alla diversa tesi secondo cui la fuoriuscita del socio si avrebbe al momento del deposito delle azioni presso la sede sociale ai sensi dell’art. 2437-*bis* c.c., ferma peraltro la possibilità di una sua caducazione retroattiva, ove intervenga una revoca della deliberazione che legittima il recesso o una delibera di scioglimento entro novanta giorni dalla dichiarazione di recesso.: v. in tal senso CORSI, *Il momento di operatività del recesso nelle società per azioni*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, III, Milano, 2005, 2199 ss., DI CATALDO (nt. 13), 254.

<sup>49</sup> V. *supra*, Cap. III, par. 3.

<sup>50</sup> Una tale esigenza non si porrà ovviamente in caso di mancata emissione dei titoli da parte della società *ex art.* 2346, comma 1°, c.c.

<sup>51</sup> In chiave comparatistica, si segnala che nell’ordinamento britannico il legislatore prevede un espresso esonero dalla responsabilità per danni causati dal mancato rimborso delle *redeemable shares* da parte della società, secondo i termini previsti dallo statuto: v. la *section 735 (2) CA 2006*, in base alla quale “*the company is not liable in damages in respect of any failure on its part to redeem or purchase any of the shares*” (sul punto cfr. HANNINGAN, *Company Law*, Oxford, 2009, 520).

<sup>52</sup> In entrambi i casi resta ovviamente nella facoltà della parte inadempiente invocare l’eccezione di inadempimento (cfr. art. 1460 c.c.) per paralizzare la pretesa della controparte che, a sua volta, non abbia adempiuto al proprio obbligo.

Nulla vieta, ovviamente, che la clausola statutaria stabilisca espressamente che il mancato adempimento di una o di entrambe le obbligazioni che derivano dall’acquisto nei termini prestabiliti comporti la risoluzione di diritto del contratto, secondo le modalità previste dall’art. 1456 c.c.

Per quanto concerne il mancato adempimento dell’obbligo gravante sul socio alienante occorre, inoltre, interrogarsi sull’eventuale sussistenza di rimedi alternativi rispetto a quelli ordinari, per far sì che il riscattante ottenga la legittimazione sulle azioni acquistate.

Per concludere, sembra opportuno prendere in considerazione un'ultima questione: quella, cioè, della possibilità di estendere (ed eventualmente, in caso affermativo, con quale portata) alle ipotesi statutarie di riscatto obbligatorio la norma che, in tema di recesso, stabilisce che la revoca della delibera che legittima il diritto, ovvero, alternativamente, lo scioglimento della società entro il termine di novanta giorni, determina l'impossibilità di avvalersi del recesso, o, se già esercitato, ne comporta l'inefficacia (art. 2437-*bis*, comma 3°, c.c.).

A tal riguardo, è il caso di prendere in considerazione la *ratio* delle facoltà riconosciute dalla norma, al fine di verificarne l'eventuale adattabilità nel contesto del riscatto obbligatorio. Quanto alla prima, la possibilità di neutralizzare la possibilità di esercizio del diritto di *exit* (o di farne venire meno gli effetti), caducando la delibera (o, secondo una teoria estensiva, anche il diverso fatto)<sup>53</sup> che ne costituisce la fonte legittimante, sembra volta a garantire l'interesse sociale ad evitare la potenziale incidenza negativa sul patrimonio sociale (ovvero sulla stessa sopravvivenza dell'ente) derivante dal recesso<sup>54</sup>. La logica dell'opzione alternativa pare invece da ricondurre all'opportunità dell'adozione "in via preventiva" di una delibera di scioglimento dell'ente, là dove fin da principio appaia che la stessa possibilità di riuscire a rimborsare il socio (o i soci) sia irrealistica, o che, per lo meno, si determinerebbe un *vulnus* alla società tale da mettere in crisi la prosecuzione del progetto imprenditoriale.

Se così è, va anzitutto ritenuto che, quando l'acquisto obbligatorio incida solamente sui *soci*, l'eventuale adozione dei provvedimenti in discorso non possa precludere la realizzazione della cessione delle azioni, né – se già perfezionato – l'efficacia dell'acquisto, giacché nessuna dell'eventualità appena indicate può verificarsi.

Nel caso di riscatto obbligatorio per la società, invece, se è vero che l'argomento fondato sul rischio di dissoluzione dell'ente non pare conferente<sup>55</sup>, le considerazioni fondate sui rischi di depauperamento del patrimonio sociale restano valide.

Sicché, l'opzione interpretativa dell'estensione analogica degli strumenti in discorso (con i relativi effetti legali) in tale variante del riscatto non sembrerebbe, in prima analisi, illogica.

A uno sguardo più attento, tuttavia, *deve escludersi che la revoca o (lo scioglimento) sopravvenuti possano determinare la conseguenza dell'inefficacia di un acquisto già perfezionato* secondo il meccanismo proprio della variante strutturale

---

A tal proposito, sia pur con un maggiore margine di incertezza, si potrebbero chiamare astrattamente in causa gli strumenti già presi in considerazione in tema di riscatto potestativo (*i.e.*, annullamento da parte della società delle azioni acquisite, con emissione di nuovi titoli; misure equipollenti, in caso di azioni dematerializzate: v. *retro*, Cap. III, par. 3); con la precisazione, tuttavia, che, anche a volerli ammettere, il previo pagamento del prezzo di riscatto dovrebbe rappresentare una condizione imprescindibile per la loro attuazione.

<sup>53</sup> Nel senso che la disciplina di cui all'art. 2437-*bis*, comma 3°, c.c. sarebbe applicabile nella sola ipotesi in cui siano delibere (assembleari o del c.d.a.) a fungere da presupposto del recesso v. GALLETTI (nt. 17), 1555. Secondo altri Autori, invece, la norma si adatterebbe anche ai casi in cui le circostanze di riscatto siano rappresentate da meri fatti oggettivi, là dove la società abbia la possibilità di adottare determinazioni volte rimuovere o sterilizzare il fatto: v. in tal senso, CALANDRA BUONAURO (nt. 16), 305; BIONE (nt. 17), 214; DI CATALDO (nt. 13), 224.

<sup>54</sup> Cfr. BIONE (nt. 17), 213.

<sup>55</sup> V., sia pur ad altri fini, *retro*, par. 2.

prescelta (: comunicazione dell'esercizio dell'opzione di vendita, scambio dei consensi nelle forme prescelte). In senso contrario alla conclusione opposta militano, infatti, da un lato, la stessa logica del riconoscimento degli strumenti di cui si discorre in caso di recesso, la cui utilità risiede – come detto – nel “bloccare” anticipatamente il procedimento di rimborso del socio e non già a caducare un rimborso che, in ipotesi, sia già stato lecitamente eseguito<sup>56</sup>; nonché, d'altro lato, il generale principio di stabilità degli atti di acquisto di azioni proprie perfezionati dalla società, che pare ricavabile dal sistema (arg. ex art. 2357, comma 4°, c.c.) a tutela dell'affidamento del socio cedente.

Pertanto, la revoca o la delibera di scioglimento della società, pur se poste in essere nei termini di cui all'art. 2437-*bis*, ult. comma, c.c.<sup>57</sup>, ma dopo il perfezionamento del riscatto, non potranno determinare la caducazione degli effetti dell'acquisto. Da ciò consegue, tra l'altro, che, qualora lo scioglimento sia deliberato prima dell'avvenuto pagamento del prezzo di riscatto, l'*ex socio* (divenuto ormai creditore) sarà rimborsato in sede di liquidazione *in via prioritaria* insieme agli altri creditori sociali<sup>58</sup>.

Nulla osta, viceversa, a ritenere che l'esercizio della facoltà di pentimento di cui si discorre, se anteriore alla realizzazione del riscatto, comporti il venir meno della facoltà di esercizio del diritto di “*put*”, o (in alternativa) dell'obbligo di acquisto da parte della società. In caso di revoca, in particolare, il ripristino dello *status quo* comporterà la normale prosecuzione dell'attività sociale<sup>59</sup>. Invece, qualora si opti per lo scioglimento, la società verrà posta in liquidazione e i soci cui sia stata inibita la

---

<sup>56</sup> V. GALLETTI (nt. 17), 1545 s. il quale, proprio in considerazione dell'astratta possibilità che al momento della revoca (o dello scioglimento) sia già stato concluso il trasferimento delle azioni del receduto (a favore di soci o eventualmente di terzi), ritiene irragionevole la conclusione di una caducazione degli atti di cessione perfezionati e conclude, pertanto, che in tali ipotesi si debba dar corso al procedimento per il rimborso solo a seguito del decorso del termine concesso per la revoca o per lo scioglimento.

<sup>57</sup> Nel silenzio della norma, è noto che non v'è unanimità di consensi in ordine al *dies a quo* di decorrenza del termine di novanta giorni: secondo GALLETTI (nt. 17), 1550 ss., ad esempio, esso andrebbe computato dalla scadenza del termine per l'esercizio del recesso, là dove il presupposto sia costituito da delibere soggette ad iscrizione nel registro delle imprese (: quindici giorni dall'iscrizione); invece, se la circostanza legittimante fosse rappresentata da altre delibere, occorrerebbe far riferimento al momento dell'adozione delle stesse. Seconda altra parte della dottrina, ferma restando quest'ultima soluzione: *i*) ove la circostanza sia costituita da un fatto oggettivo “revocabile” (v. *supra*, nt. 53), il termine decorrerebbe dal momento della verifica dell'evento; *ii*) nel primo caso indicato, invece, esso andrebbe computato a partire dall'iscrizione della delibera nel registro delle imprese: così, CALANDRA BUONAURO (nt. 16), 308, nt. 33; CERRATO, *Il diritto di recesso*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, commentario diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, Bologna, 2009, 823.

<sup>58</sup> In chiave comparatistica, va segnalato che una soluzione simile è espressamente prevista nell'ordinamento britannico: cfr. la *section 735 (4) CA 2006*, in base alla quale “*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*”.

<sup>59</sup> Resta fermo, invece, che qualora la revoca non intervenga entro il termine stabilito dall'art. 2437-*bis*, comma 3°, c.c. non sarà caducato l'obbligo della società di acquistare le azioni “riscattande” ovvero – in caso di strutturazione sul modello dell'opzione di vendita – la possibilità per il socio di esercitare il diritto di “*put*”, sempre che non sia nel frattempo scaduto il relativo termine decadenziale.

possibilità di *exit*<sup>60</sup> verranno (eventualmente) rimborsati assieme agli altri membri della compagine sociale in proporzione alle rispettive quote di partecipazione (salva, ovviamente, la sussistenza di diritti di preferenza sull'attivo residuo di liquidazione)<sup>61</sup>.

Occorre precisare che a tale risultato si perverrà anche nelle ipotesi in cui lo scioglimento volontario sia deliberato al ricorrere di circostanze di riscatto obbligatorio diverse da quelle espressamente prese in considerazione dall'art. 2437-*bis*, comma 3°, c.c., così come – in linea generale – in tutti i casi in cui la dissoluzione intervenga in un momento in cui i presupposti dei meccanismi acquisitivi non si siano ancora realizzati<sup>62</sup>.

---

<sup>60</sup> Secondo SFAMENI (nt. 3), 172, nt. 236, la delibera di scioglimento anticipato che – al ricorrere delle circostanze previste dalla clausola e in presenza dei presupposti legali per procedere validamente al riscatto – intervenisse prima del perfezionamento dell'acquisto potrebbe essere impugnata dai titolari del diritto all'acquisto per violazione del principio di correttezza e buona fede nell'attuazione del rapporto societario. Per la verità, sembra lecito sollevare di dubbi sulla concreta possibilità per gli interessati di esperire con successo tale rimedio, tenuto presente che – come visto – è lo stesso legislatore a contemplare espressamente la via dello scioglimento davanti alla possibilità che il rimborso di soggetti che si avvalgono di una facoltà di *exit* si tramuti in una distribuzione (legittima ma) tale da minare la stabilità del programma imprenditoriale.

<sup>61</sup> Non sembra estensibile nell'ordinamento interno la soluzione, espressamente contemplata da altri legislatori nazionali (v., ad esempio, nel diritto britannico, quanto previsto dalla *section 735* (5) (6) del *Companies Act* del 2006), secondo cui – *anche in assenza di determinazioni dei patti sociali sul punto* - lo scioglimento della società intervenuto prima della realizzazione del riscatto (secondo le modalità prestabilite in statuto) determina, per i titolari delle azioni "riscattande", la possibilità di ottenere il relativo corrispettivo in sede di liquidazione dopo i creditori sociali, *ma prima degli altri soci*. V., sul punto, la ricca analisi comparatistica di DE LA CONCEPTION CHAMORRO DOMINGUEZ (nt. 29), 530 ss.

In effetti, si tratta di una soluzione che parte della dottrina interna ritiene applicabile in via interpretativa nei casi in cui (salva l'eccezionale previsione di cui all'art. 2437-*bis*, comma 3°, c.c.) lo scioglimento intervenga dopo l'esercizio del diritto di *exit* da parte del socio, ma prima del rimborso della partecipazione: v. in tal senso GALLETTI (nt. 17), 1557 s.; SFAMENI (nt. 3), 168. Caso che, peraltro, non sembra attagliarsi all'ipotesi del riscatto obbligatorio, poiché l'esercizio del diritto di "*put*" determina, in tal caso, la trasformazione del socio in creditore e la conseguente parificazione a questi ultimi in sede di liquidazione: v. sopra nel testo.

Nulla vieta, ovviamente, all'autonomia statutaria di stabilire un privilegio nella distribuzione del residuo attivo di liquidazione a favore dei titolari delle azioni "riscattande", le quali – sotto questo profilo – incorporerebbero (*ex art. 2348 c.c.*) un ulteriore "diritto diverso" rispetto alle azioni ordinarie. Occorre solo precisare che, là dove il privilegio riconosciuto in caso di scioglimento consistesse nella possibilità di ottenere, in via prioritaria rispetto agli altri soci, il *corrispettivo fisso* di riscatto previamente fissato nella clausola, si potrebbe mettere in dubbio l'effettiva natura azionaria del titolo: sul tema, v. diffusamente *infra*, par. 5.

<sup>62</sup> Anche se in astratto ipotizzabile, *non sembra che il diritto al riscatto riconosciuto dallo statuto possa essere esercitato nell'ipotesi in cui i relativi presupposti si verificano dopo lo scioglimento e, quindi, nelle more della fase di liquidazione della società* (e prima della conclusione della stessa). In verità, prima della riforma del 2003, con riferimento all'affine questione della possibilità di esercitare il diritto di recesso dalla s.p.a. in sede di liquidazione, non v'era unità di vedute in dottrina. Secondo alcuni autori, infatti, lo stato di liquidazione non avrebbe precluso la possibilità di avvalersi del diritto di recesso (allora, nei soli casi tassativi previsti dalla legge). Con l'unica, ovvia precisazione che il rispetto delle regole della procedura liquidativa avrebbe precluso di procedere al rimborso della partecipazione del socio receduto in spregio al privilegio nel riparto riconosciuto ai creditori sociali (v., oggi, l'art. 2491 c.c.): così, ad esempio, CABRAS, *Le trasformazioni*, in *Trattato della s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 7\*\*\*, Torino, 1997, 211 s.; GALLESIO-PIUMA, *I poteri dell'assemblea di società per azioni in liquidazione*, Milano, 1986, 227 s., nt. 260. Altri interpreti, viceversa,

4) *Profili peculiari di disciplina nelle fattispecie statutarie di riscatto obbligatorio da parte della società.*

Anche per le fattispecie statutarie che prevedono congegni acquisitivi obbligatori, è necessario valutare le peculiari condizioni che devono presiedere al riscatto da parte delle *società*.

In particolare, come per il riscatto potestativo, occorre chiedersi se tutte le condizioni stabilite dalla legge per procedere a un legittimo acquisto di azioni proprie debbano essere rispettate, o se invece – in considerazione della peculiare morfologia dall’operazione di acquisto nelle ipotesi oggetto di analisi – vi siano valide ragioni per escluderne alcune.

Stante la mancanza nel nostro ordinamento di una disciplina *generale* delle ipotesi statutarie di riscatto obbligatorio, per affrontare il problema sembra opportuno muovere dall’analisi della norma che, dopo la riforma, ne ha espressamente tipizzata una, certificando in tal modo sul piano sistematico la piena compatibilità della figura con le regole organizzative della società per azioni.

Ci si riferisce, in particolare, al più volte richiamato art. 2355-*bis*, comma 2°, c.c., il quale contempla (anche) l’acquisto obbligatorio da parte della società fra i necessari meccanismi “correttivi” per l’efficacia di una clausola di mero gradimento. Ai fini che ora interessano, in particolare, assume rilievo il fatto che la disposizione *de qua*, nel dettare la disciplina della fattispecie, prevede un integrale rinvio alla disciplina dell’art. 2357 c.c.

Ciononostante, occorre subito precisare che non sembra possibile affidarsi semplicemente al mero dato letterale dell’art. 2355-*bis* c.c. per concludere che, nelle ipotesi di riscatto obbligatorio autonomamente modellate dall’autonomia statutaria, la liceità dell’acquisto da parte della società passi per il rispetto di *tutte* le condizioni previste dall’art. 2357 c.c.

---

sostenevano l’incompatibilità dell’esercizio del recesso con lo *status* liquidativo della società: e, infatti, una volta intervenuta una causa di scioglimento – si rimarcava – la prospettiva del disinvestimento diviene per così dire “fisiologica” per tutti i soci, i quali sono destinati a ricevere, in subordine rispetto ai creditori, una parte dell’(eventuale) residuo attivo di liquidazione proporzionale alla partecipazione di ciascuno, salve regole diverse stabilite nello statuto. Di guisa che verrebbero meno i presupposti per l’esercizio del diritto di *exit*: cfr., ad esempio, MALATESTA LAURINI, *Trasformazione e fusione di società in liquidazione*, in *Riv. Not.*, 1987, 871; AMADIO, *La trasformazione a fini liquidativi*, in *Riv. not.*, 1987, 284 s..

Dopo la riforma, quest’ ultima opinione pare trovare (indiretta) conferma alla luce del citato art. 2437-*bis*, ultimo comma, c.c., il quale – nei limiti di cui si è detto nel testo – è applicabile in via analogica al riscatto. Come visto, infatti, secondo tale disposizione, al verificarsi dei presupposti per avvalersi del diritto di *exit*, *proprio lo scioglimento della società costituisce uno strumento atto a precluderne l’esercizio*, generalizzando la prospettiva del disinvestimento per tutti i membri della compagine sociale, secondo le regole proprie della liquidazione della società. Da ciò, sembra pertanto ricavabile un principio generale (*i.e.*, valido anche nell’ipotesi in cui i presupposti di recesso/riscatto si verificano dopo lo scioglimento) in base al quale, durante la fase di liquidazione – quale che sia la causa di scioglimento che l’ha generata – gli strumenti che consentono al socio una via d’uscita dalla società devono ritenersi *neutralizzati*. Se così è, i titolari del diritto al riscatto non potranno, esercitandolo in fase di liquidazione, avvantaggiarsi rispetto agli altri soci, specie sfruttando eventuali criteri di rimborso migliorativi rispetto a quelli legali, previsti in statuto (in tema v. *infra*, par. 5); tutt’al più, essi potranno godere – come già osservato – dell’eventuale privilegio loro riconosciuto nella distribuzione dell’attivo residuo di liquidazione.

Infatti, se la necessità di rispettare le cautele previste a tutela dell'integrità del capitale (: acquisto lecito solo attingendo a riserve disponibili o utili distribuibili; integrale liberazione delle azioni acquistate) non può essere revocata in dubbio<sup>63</sup>, considerazioni differenti valgono per l'obbligo della previa autorizzazione assembleare e per il vincolo relativo al possesso di azioni proprie (nelle s.p.a. "aperte").

a) Procedendo con ordine – e iniziando dal primo aspetto – va, infatti, sottolineato che l'(apparentemente perentoria) lettera dell'art. 2355-*bis* c.c. non ha impedito il sorgere di dubbi circa l'effettiva necessità dell'intervento assembleare tra gli interpreti che si sono occupati della clausola di mero gradimento dopo la riforma.

E, per la verità, in relazione al riscatto obbligatorio sembrano sussistere ragioni ancor più incisive rispetto a quanto si è avuto modo di osservare in tema di potere di riscatto per dubitare dell'infettibilità di tale intervento.

In particolare, con riferimento all'ipotesi legale – modellata, sul piano civilistico, sulla scorta del preliminare "unilaterale", come a suo tempo rilevato – parte della dottrina non ha mancato di sottolineare l'insensatezza della previa autorizzazione dell'assemblea rispetto a un acquisto che, in modo speculare a quanto ordinariamente avviene, non è rimesso alla discrezionalità degli amministratori, dovendo piuttosto essere attuato in esecuzione di un'espressa determinazione statutaria<sup>64</sup>.

Esclusa, dunque, la possibilità di giustificare in tal caso l'autorizzazione nella generale ottica della delimitazione di una facoltà gestoria riconosciuta all'organo amministrativo, nemmeno l'ulteriore osservazione che potrebbe essere astrattamente invocata a sostegno di questa conclusione, e cioè la necessità di consentire all'organo assembleare di monitorare gli effetti del concreto acquisto sull'organizzazione societaria<sup>65</sup>, pare assumere rilievo decisivo. Infatti, in generale, quanto all'autorizzazione all'utilizzo di risorse disponibili per procedere al riscatto<sup>66</sup>, può ritenersi che essa sia stata preventivamente rilasciata dai soci al momento dell'introduzione della clausola in statuto, allorquando essi hanno ritenuto in principio opportuno consentire una peculiare forma di distribuzione ai soci (e cioè funzionalmente volta a tutelare l'interesse dei membri della compagine sociale al disinvestimento, al verificarsi delle circostanze prestabilite).

Più nello specifico, poi, quanto al numero massimo di azioni da acquistare, esso sarà individuabile *per relationem* dalla clausola (a seconda che essa si rivolga a tutte

---

<sup>63</sup> Tale conclusione trova d'altra parte conforto nel dato comunitario: infatti, l'art. 39 della II Direttiva che – come già osservato – disciplina le *redeemable shares* non nella sola variante "*call*", ma anche in quella "*put*" (o automatica) – contempla espressamente tali requisiti fra le condizioni di validità del riscatto (v. le lettere *d* e *f* della disposizione).

<sup>64</sup> In tal senso v. MALTONI, *La clausola di mero gradimento "all'italiana"*, in *Riv. not.*, 2004, 1382; DONATIVI, sub *art. 2357*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, 2/I, Torino, 2003, 188; in senso contrario, invece, ma senza argomentare sul punto, STANGHELLINI (nt. 44), 578, nt. 44.

In generale, circa la superfluità dell'autorizzazione assembleare nelle fattispecie di riscatto obbligatorio plasmate dall'autonomia statutaria v. CARMIGNANI, sub *art. 2437-sexies*, in *La riforma delle società* a cura di Sandulli-Santoro, 2, II, Torino, 2003, 904, secondo cui, a voler ritenere altrimenti, si introdurrebbe un elemento di discrezionalità in contrasto con il carattere obbligatorio dell'acquisto; in senso conforme, CIOCCA (nt. 3), 47, nt. 81.

<sup>65</sup> V. anche *retro*, Cap. III, par. 4.

<sup>66</sup> Sul corrispettivo di riscatto v. *infra*, par. 5.

le azioni o solo a un gruppo predeterminato delle stesse, nonché del tipo di presupposto prescelto). Quanto, invece, al prezzo di riscatto, la possibilità di abusive sopravvalutazioni delle azioni da riscattare da parte degli amministratori pare attutita dalla necessità di attenersi ai criteri di valutazione previsti dall'art. 2437-ter c.c.<sup>67</sup>, o comunque alle determinazioni della clausola sul punto<sup>68</sup>.

Al di là di ciò, la riconosciuta facoltà di revocare il presupposto in presenza del quale scatta l'obbligo d'acquisto (ove ciò sia possibile), ovvero, in alternativa e più drasticamente, di sciogliere la società, sembra, del resto, costituire uno strumento sufficiente per impedire le singole operazioni di riscatto che, nel caso concreto e alla luce della conseguenze sull'organizzazione sociale che ne deriverebbero, appaiano inopportune<sup>69</sup>.

Per quanto precede<sup>70</sup>, sembra dunque lecito concludere che, in assenza di diverse indicazioni statutarie<sup>71</sup>, per l'adempimento dell'obbligo di riscattare le azioni sia sufficiente una determinazione dell'organo amministrativo<sup>72</sup>.

---

<sup>67</sup> Tale disposizione prevede, fra l'altro, l'intervento del collegio sindacale e del revisore legale nel procedimento di stima.

<sup>68</sup> Per considerazioni simili, con riferimento all'ipotesi tipizzata all'art. 2355-bis c.c., v. MALTONI (nt. 64), 1383, il quale sottolinea inoltre l'inutilità della durata dell'autorizzazione nel caso di specie, dal momento che gli amministratori hanno un obbligo di concludere l'acquisto entro il termine previsto dalla clausola (o, in mancanza, dal giudice).

<sup>69</sup> V. *supra*, par. 3.

Va sottolineato che, anche in caso di recesso (cfr. art. 2437-*quater*, comma 5°, c.c.), parte della dottrina ritiene che, per procedere all'(eventuale) acquisto di azioni proprie in sede di rimborso del socio receduto – considerata la natura *ex lege* obbligatoria dello stesso – non sia necessaria l'autorizzazione assembleare: cfr. GALLETTI, sub art. 2437-*quater*, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005, 1607 s.; MARASÀ (nt. 13), 29; MALTONI (nt. 64), 1385, nt. 14; DI CECCO, *Il diritto di recesso del socio di società di capitali dopo la riforma*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, 39; in senso contrario v., tuttavia, SALAFIA, *Il recesso dei soci nelle società di capitali*, in *Società*, 2006, 422; DI CATALDO (nt. 13), 251; PACIELLO, sub art. 2437-*quater*, in *Società di capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, vol. II, Napoli, 2004, 1136.

<sup>70</sup> Come già segnalato in tema di riscatto potestativo, un ulteriore argomento che potrebbe astrattamente essere invocato a sostegno della non necessità dell'intervento assembleare è rappresentato dal fatto che l'art. 39 della II Direttiva non contempla l'autorizzazione assembleare fra i presupposti imprescindibili per procedere al riscatto. Tuttavia, a tale dato non può essere attribuito valore decisivo, poichè la disposizione comunitaria si limita a stabilire delle condizioni minimali, ferma restando la possibilità per i legislatori nazionali di aggiungerne di altre (v. anche *retro*, Cap. III, par. 4).

<sup>71</sup> *In astratto*, specie nei casi in cui il presupposto di riscatto non sia revocabile e il rimedio dello scioglimento sia ritenuto troppo gravoso, si potrebbe ritenere che, per mantenere una facoltà di ripensamento sulla singola operazione di acquisto che dovesse rendersi necessaria in esecuzione della clausola, i soci possano contemplare espressamente l'autorizzazione assembleare, in particolare stabilendo che la mancata concessione della stessa costituisca condizione risolutiva dell'obbligo di acquisto. Tuttavia, occorre osservare che un tale congegno porterebbe a un significativo depotenziamento degli effetti della clausola in termini di possibilità di disinvestimento, in particolare con riferimento alle minoranze azionarie. Pertanto, se si tiene a mente che sovente l'introduzione di clausole di riscatto obbligatorio risponde all'esigenza di incentivare il finanziamento di soci "investitori" nelle s.p.a. "chiuse", si comprende perché l'ipotesi prospettata appare di dubbia applicazione pratica.

<sup>72</sup> Va precisato che il mancato adempimento dell'obbligo di acquisto in presenza dei necessari presupposti legali potrebbe esporre l'amministratore a responsabilità diretta nei confronti del socio riscattando *ex art.* 2395 c.c., nonché della stessa società per l'eventuale risarcimento del danno

Alla conclusione della superfluità della delibera autorizzativa assembleare sembrerebbe doversi a maggior ragione pervenire quando la clausola di riscatto sia strutturata sul modello dell'opzione di vendita. In tal caso, infatti, l'acquisto da parte della società avviene in forza del mero esercizio di una facoltà unilaterale riconosciuta al titolare delle azioni. Pertanto, non occorrendo in tal caso la manifestazione di un consenso della società per il perfezionamento della cessione, è la stessa conformazione della vicenda acquisitiva che porta a escludere drasticamente la possibilità di un intervento assembleare.

b) Passando ora all'analisi dell'ulteriore condizione legale che preclude alle s.p.a. che si rivolgono al mercato del capitale di rischio la possibilità di superare, in forza dell'acquisto, il limite alla detenzione di azioni proprie pari al quinto del capitale sociale (v. art. 2357, comma 3°, c.c.), è il caso di osservare, quanto al riscatto obbligatorio di cui all'art. 2355-*bis* c.c., che ben difficilmente esso può venire in considerazione, stante l'incompatibilità di limiti alla circolazione con l'ammissione alla quotazione delle azioni e l'improbabilità dell'introduzione di una clausola di mero gradimento nello statuto di una società con azioni diffuse in maniera rilevante presso il pubblico.

Per quanto concerne, invece, le ipotesi atipiche che potrebbero essere modellate in via di autonomia statutaria, l'inapplicabilità sostanziale del limite in questione deriva dalla già segnalata possibilità di introdurre congegni statuari di riscatto obbligatorio a carico della società nelle sole s.p.a. "chiuse"<sup>73</sup>.

Salvo a ritenere che per queste società, nonostante la novella dell'art. 2357 operata dal d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142, permanga un limite legale *implicito* al possesso azionario<sup>74</sup>, sembrano pertanto oramai superate le perplessità di quanti, sul piano sistematico, criticavano la mancata riproduzione nell'art. 2355-*bis* c.c. dell'espressa deroga al limite in discorso per l'(eventuale) acquisto di azioni proprie da parte della società in sede di rimborso del socio receduto<sup>75</sup>.

---

ottenuto dallo stesso assieme all'adempimento in forma specifica dell'obbligo di acquisto *ex* art. 2932 c.c.

Occorre peraltro aggiungere che, se si aderisce alla prospettiva interpretativa di quanti ritengono che gli amministratori dovrebbero astenersi dall'effettuare distribuzioni che, sebbene rispettose dei presupposti legali per le stesse previste, determinerebbero l'insolvenza della società (v. *retro*, par. 2, nt. 28), l'organo amministrativo potrebbe contestare in sede giudiziaria l'inadempimento dell'obbligo di acquisto, dimostrando che la sua eventuale conclusione avrebbe determinato la decozione della società.

<sup>73</sup> V. *retro*, par. 1.

<sup>74</sup> Come già osservato, parte della dottrina, pur a seguito della novella legislativa del 2008, ritiene che le s.p.a. "chiuse" non potrebbero possedere più del cinquanta per cento delle azioni proprie con diritto di voto nell'assemblea ordinaria (o eventualmente una percentuale anche minore, se vi fossero in circolazione azioni con diritto di voto istituzionalmente precluso o limitato). Ciò, sulla base del disposto dell'art. 2351, comma 2°, c.c. e nell'interesse alla preservazione di un (almeno minimo) bilanciamento fra rischio imprenditoriale e controllo: v. PRESTI-RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, terza ed., Bologna, 2011, 407. E v., per ulteriori approfondimenti, *supra*, Cap. III, par. 4, nt. 122.

<sup>75</sup> In linea teorica, se si aderisce alla tesi della sussistenza di un limite implicito al possesso di azioni proprie nelle s.p.a. "chiuse" (: pari al cinquanta per cento del capitale del sociale, ovvero anche ad una percentuale minore, qualora siano state emesse azioni con voto escluso o limitato), l'interesse a valorizzare le potenzialità applicative del riscatto obbligatorio convenzionale potrebbe portare a far leva sugli indici normativi ricavabili dalla disciplina del recesso, al fine di sostenerne la superabilità

L'abolizione del vecchio, stringente limite al possesso di azioni proprie (pari al 10% del capitale sociale) assume un rilievo fondamentale nell'ottica della valorizzazione dei meccanismi statutari di riscatto obbligatorio: essi, infatti, appaiono oggi (ben più che in passato) credibili strumenti alternativi al recesso convenzionale per il perseguimento dei vari interessi che possono spingere l'autonomia statutaria a riconoscere ai tutti i soci (o solo ad alcuni di essi) una facoltà di disinvestimento dalla società<sup>76</sup>.

In linea di principio, infatti, in forza degli acquisti "imposti" alla società alle condizioni previste dalla clausola, la stessa potrebbe arrivare a detenere anche tutte le proprie azioni<sup>77</sup>.

In tal caso, tuttavia, la paralisi dell'organo assembleare determinerebbe lo scioglimento della società, da accertarsi alla prima occasione utile<sup>78</sup>.

---

sulla scorta della sussistenza di un generale principio di *favor* per il disinvestimento del socio. Tuttavia, a una tale ricostruzione sembrerebbe ostare l'impossibilità di invocare l'applicazione analogica dell'art. 2437-*quater*, comma 5°, c.c., stante la sua natura eccezionale rispetto all'ordinaria disciplina dell'acquisto di azioni proprie.

Prima della novella legislativa dell'art. 2357 ad opera del legislatore del 2008, con riferimento alla fattispecie tipizzata all'art. 2355-*bis* c.c., la differente disciplina sul limite al possesso di azioni proprie (pari, allora, al 10% del capitale sociale di tutte le s.p.a) riservata all'acquisto obbligatorio da parte della società, rispetto a quanto previsto per lo strumento funzionalmente alternativo del recesso, era stata oggetto di critiche in dottrina. Ciò, peraltro, non tanto sotto il profilo della diversa tutela del diritto di *exit* del socio alienante che derivava dalla scelta dell'uno o dell'altro congegno (poiché l'impossibilità, nel primo caso, di adempiere all'obbligo di acquisto avrebbe determinato l'inefficacia in concreto della clausola e, quindi, la possibilità di trasferire con piena efficacia verso la società la partecipazione all'acquirente in origine sgradito), quanto piuttosto per le diverse potenzialità di tutela della chiusura della compagine sociale che – proprio per quanto appena detto – la clausola poteva assumere, a seconda del rimedio prescelto: v., in argomento, le considerazioni di MALTONI (nt. 64), 1384 s.; cfr. pure FREGONARA, *Le clausole di mero gradimento nel nuovo sistema societario tra "apertura" e "chiusura"*, in *Contr. impr.*, 2003, 1331.

Riteneva, invece, inapplicabile il limite di cui all'art. 2357, comma 3°, c.c., DAL SOGLIO, sub art. 2355-*bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. I, Padova, 2005, 356, ma sulla base di una ricostruzione del congegno acquisitivo da parte della società non condivisibile, in quanto in palese contrasto con la lettera della norma (secondo l'A., infatti, la società avrebbe non un obbligo, ma una prelazione all'acquisto), e rimarcando, in tale ottica, l'illogicità del riconoscimento di tale facoltà alla società nei confronti dei soli soci di minoranza. In senso contrario cfr. STANGHELLINI (nt. 44), 578, nt. 44.

<sup>76</sup> V. le riflessioni sul punto di ABRIANI, *Il capitale sociale dopo la "nuova" Seconda Direttiva e il d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. "semplificazione" della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in *Riv. dir. imp.*, 2009, 248 s.

<sup>77</sup> Prospettiva, quest'ultima, che appare meno teorica di quanto a prima vista si potrebbe pensare, specie quando sia previsto un diritto al riscatto esercitabile *ad nutum* da tutti i soci (v. *retro*, par. 2). Da un punto di vista economico, peraltro, si è già avuto modo di dimostrare in precedenza che, applicando i criteri di valutazione di *default* per la determinazione del prezzo di riscatto, non sarebbe possibile procedere all'acquisto *contestuale* di tutte le azioni (cfr. *retro*, Cap. III, par. 4, nota 124). Tuttavia, ponendosi nella (più realistica) prospettiva di un esercizio del diritto di "put" scaglionato nel tempo (inframezzato, eventualmente, da acquisiti volontari da parte della società) il risultato di una società che divenga unico socio di se stessa non pare inverosimile.

<sup>78</sup> Lo stesso risultato si avrebbe quando, in forza dell'acquisto, la società addivenga al possesso dell'intero *stock* azionario con diritto di voto nell'assemblea ordinaria.

Occorre precisare che, anche a voler aderire alla tesi del limite legale implicito, tali acquisti "con effetti dissolutivi" non sembrerebbero poter essere considerati illegittimi, dal momento che non si verificherebbero in tal caso gli effetti che tale interpretazione vuole precludere (: possibilità di

Sicché, a certe condizioni, l'esercizio della facoltà di *exit* potrebbe risolversi in uno strumento alternativo per giungere allo scioglimento della società, senza dover a tal fine passare per il medio di una delibera dell'assemblea straordinaria; con il vantaggio, rispetto all'ordinario procedimento di liquidazione, di non dover attendere il rimborso dei creditori sociali prima di poter ottenere la propria quota sull'attivo patrimoniale. Ciò – beninteso – a condizione che l'(anticipata) corresponsione del corrispettivo di riscatto non comporti l'impossibilità di pagare integralmente i creditori in sede di liquidazione, finendosi altrimenti per aggirare fraudolentemente la regola che impone la postergazione dei soci (quali “*residual claimants*”) in caso di scioglimento della società<sup>79</sup>.

Volendo sintetizzare i risultati interpretativi cui si è finora pervenuti, si può dunque affermare che, a fronte dell'esercizio di un diritto statutario di “*put*” da parte degli azionisti, gli amministratori, prima (e al fine) di procedere al pagamento del corrispettivo, avranno l'onere di accertare il requisito dell'integrale liberazione delle azioni “riscattande”, nonché della sussistenza nel patrimonio sociale di risorse disponibili sufficienti<sup>80</sup>.

Similmente, la sussistenza di tali condizioni dovrà essere vagliata dall'organo amministrativo in presenza di un obbligo di acquisto, quale presupposto necessario per l'adempimento dello stesso (e dunque, per deliberare l'offerta d'acquisto che potrà essere accettata dal socio ovvero l'accettazione dell'offerta presentata da quest'ultimo)<sup>81</sup>.

---

controllare la società con una partecipazione al capitale risibile). Su questi aspetti v. anche *retro*, Cap. III, par. 4.

<sup>79</sup> Resta fermo, poi, il problema della determinazione delle regole di scioglimento della c.d. *Keinmanngesellschaft*: v., sul punto, *supra*, Cap. III, par. 4, nt. 126.

Specie nell'ipotesi in cui vi siano azioni a voto limitato o escluso, l'eventuale scioglimento derivante dal possesso di tutte le azioni a voto pieno in forza di acquisti obbligatori, potrebbe essere ritenuta conseguenza non gradita. A tal fine, pertanto, l'autonomia statutaria potrebbe prevedere dei correttivi atti a scongiurare la dissoluzione della società, quali, ad esempio la fissazione di un limite statutario al possesso di tali azioni proprie, ovvero la previa autorizzazione nella clausola alla rivendita delle stesse da parte dell'organo amministrativo, sì da ripristinare la normale funzionalità dell'assemblea: sul punto, v. diffusamente *retro*, Cap. III, par. 4.

<sup>80</sup> Se si aderisce alla tesi del limite legale implicito al possesso di azioni proprie da parte di una s.p.a. “chiusa”, gli amministratori avranno l'onere di verificare la sussistenza di questa condizione ulteriore, salvo che per gli acquisti con effetti dissolutivi: v. la precedente nt. 78. Circa l'ipotetica, ulteriore cautela concernente la valutazione degli eventuali effetti del rimborso sulla solvibilità della società v. la precedente nt. 72.

<sup>81</sup> V'è da chiedersi che cosa accada quando non vi siano risorse disponibili sufficienti per l'acquisto di tutte le azioni del socio titolare del diritto (potestativo o di credito) all'acquisto. In caso di acquisto obbligatorio, è possibile ritenere che l'offerta cui la società sia (eventualmente) tenuta per statuto debba riguardare solo il numero di titoli potenzialmente acquistabili con quelle risorse. Sarà poi il socio a decidere se aderire all'offerta e, quindi, disinvestire solo parzialmente, mantenendo una partecipazione in società dal peso specifico inferiore.

Diverse considerazioni valgono, invece, in caso di diritto di “*put*”. In tale ipotesi, infatti – considerato l'interesse del socio al mantenimento della sua proporzione originaria di partecipazione al capitale sociale – si potrebbe ritenere che, in mancanza di un'espressa dichiarazione di avvalersi solo parzialmente del diritto di opzione (arg. *ex art.* 2437, comma 1°, c.c.), l'insussistenza di risorse disponibili determini l'inefficacia dell'acquisto dell'intera partecipazione del socio. In argomento v. anche *infra*, par. 5.

Quest'ultima conclusione sembrerebbe dover essere raggiunta anche nelle ipotesi di riscatto automatico, salvo che la clausola preveda diversamente.

Per concludere, occorre valutare le conseguenze di acquisti realizzati in assenza dei richiesti requisiti legali.

Anche su questo punto, sembrerebbe necessario distinguere a seconda della diversa configurazione del congegno acquisitivo nelle due varianti strutturali in cui si può presentare il riscatto obbligatorio.

Infatti, ove l'acquisto dipenda dall'esercizio di un'opzione "put", sembra corretto non ritenere applicabile la soluzione prevista in generale dal legislatore per le compravendite illegittime di azioni proprie (cfr. art. 2357, comma 4°, c.c.) e considerare *inefficace l'acquisto per mancanza delle condizioni legali cui deve ritenersi sospensivamente condizionato l'esercizio del diritto potestativo*<sup>82</sup>. A sostenere il contrario, infatti, si attribuirebbe ai soci che decidono di disinvestire la facoltà di determinare unilateralmente un annacquamento del capitale sociale<sup>83</sup>, e cioè *a prescindere da qualsiasi coinvolgimento decisivo degli organi sociali* nella realizzazione di tale conseguenza lesiva dell'interesse dei terzi che entrano in contatto con la società, nonché degli altri soci.

Gli amministratori, pertanto, potranno legittimamente opporre l'inefficacia dell'acquisto al socio che agisse per ottenere il pagamento del prezzo di riscatto<sup>84</sup>.

A conclusioni diverse sembra, invece, potersi giungere quando il modello preso a riferimento sia quello del preliminare "unilaterale". In tal caso, infatti, in mancanza delle condizioni legali per procedere all'acquisto, l'organo amministrativo avrebbe il dovere di non darvi corso, evitando di presentare l'offerta o di accettare quella del socio. Né, d'altro canto, il titolare del diritto potrebbe agire *ex art. 2932 c.c.* per ottenere in via giudiziale la realizzazione di un'operazione *contra legem*<sup>85</sup>.

Tuttavia, ove gli amministratori procedessero diversamente, dando dunque l'impulso necessario per concludere l'acquisto illegittimo, essi sarebbero responsabili nei confronti della società e dei terzi per gli eventuali danni cagionati al patrimonio sociale. Proprio il necessario contributo (sotto la propria responsabilità) dell'organo amministrativo alla realizzazione dell'acquisto – al pari di quanto avviene nelle ordinarie ipotesi di acquisto "volontario" – spiega perché, in tale variante strutturale, è ragionevole ritenere che si applichi la peculiare sanzione prevista dal legislatore all'art. 2357, comma 4°, c.c. Pertanto, ferma la validità dell'acquisto, gli amministratori avranno l'obbligo di alienare le azioni entro un anno dall'acquisto,

---

<sup>82</sup> Considerazioni simili valgono per le clausole di riscatto automatico, dove pure la sussistenza dei presupposti legali per l'acquisto al momento della scadenza del termine o della verifica dell'evento previsto in statuto deve ritenersi condizione (legale) di efficacia del riscatto.

<sup>83</sup> Seguendo il regime legale previsto per gli acquisti illegittimi, la mancata vendita dei titoli entro un anno dall'acquisto e la conseguente necessità di annullarli, si risolverebbe, sul piano pratico, in una sostanziale restituzione del capitale sociale, ottenuta unilateralmente dal socio, senza che vi siano strumenti di tutela per i creditori sociali.

<sup>84</sup> In ottica comparatistica, una conferma della conclusione raggiunta nel testo sembra trarsi dal disposto della *section 735* del CA 2006 britannico, secondo cui "*the court shall not grant an order for specific performance of the terms of redemption or purchase if the company shows that it is unable to meet the costs of redeeming or purchasing the shares in question out of distributable profits*".

Qualora, poi, gli amministratori procedessero comunque al versamento del corrispettivo, essi potrebbero agire per far accertare l'inefficacia dell'acquisto per mancanza delle necessarie condizioni legali, chiedendo la restituzione dell'indebito.

<sup>85</sup> V., a conforto di tale opinione, la nota precedente.

secondo modalità da determinarsi dall'assemblea; in difetto, si dovrà procedere al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale sociale.

5) *Il corrispettivo del riscatto: in particolare, i profili problematici inerenti alla determinazione di un prezzo fisso.*

Come in caso di riscatto potestativo, anche in relazione alle fattispecie statutarie di riscatto obbligatorio, un problema centrale riguarda i margini concessi all'autonomia privata nella determinazione del corrispettivo di riscatto.

In mancanza di una disciplina generale delle clausole in discorso nell'ordinamento interno, pure per affrontare tale questione appare metodologicamente appropriato muovere dalla disciplina prevista per le fattispecie di riscatto obbligatorio tipizzate dalla riforma del diritto societario del 2003.

In tale ottica, ci si avvede che il problema della valorizzazione delle azioni da riscattare, nelle peculiari ipotesi in questione, è stato risolto in maniera omogenea dal legislatore, in particolare prevedendo un rinvio ai criteri di liquidazione legali previsti per il rimborso delle partecipazioni del socio receduto (cfr. artt. 2355-*bis*, comma 2°; 2505-*bis*, comma 1°; 2506-*bis*, comma 4°, c.c.)<sup>86</sup>.

Tale considerazione spinge a prospettare una prima, coerente conclusione interpretativa: l'eventuale silenzio dello statuto circa le modalità di determinazione del corrispettivo nelle ipotesi atipiche di riscatto obbligatorio potrà essere colmato in via interpretativa tramite l'estensione analogica della soluzione prevista dal legislatore per le fattispecie tipizzate.

Fermo ciò, occorre chiedersi se (e in che misura) all'autonomia statutaria sia concesso di scostarsi dai criteri legali di cui all'art. 2437-*ter* c.c.

Sul punto è possibile richiamare le considerazioni già svolte in tema di riscatto potestativo, là dove si era ritenuta condivisibile la (più liberale) interpretazione secondo la quale non si devono considerare ammissibili le sole deroghe contenute negli (angusti) limiti espressamente previsti dall'art. 2437-*ter*, comma 5°, c.c.

Con il solo *caveat* dell'illiceità della remissione della determinazione del prezzo al libero arbitrio di una delle parti interessate dalla vicenda acquisitiva, si può ritenere, dunque, che anche per il riscatto obbligatorio lo statuto possa indicare criteri di determinazione del corrispettivo *diversi* da quelli legali<sup>87</sup>.

Sembra, inoltre, possibile raggiungere con minori sforzi argomentativi di quanto avviene per le fattispecie statutarie in cui si preveda un potere di riscatto, la

---

<sup>86</sup> L'unica eccezione, in tale contesto, è rappresentata dalle ipotesi di "sell-out" previste nelle società quotate, là dove, al fine della determinazione del prezzo di acquisto, l'art. 108 t.u.f. fa riferimento, a seconda dei casi, al corrispettivo offerto in sede di o.p.a. totalitaria o ad un prezzo determinato dalla Consob sulla base dei criteri stabiliti dal comma 4° della disposizione. In quest'ultimo caso, v'è tuttavia una certa convergenza con il criterio legale stabilito dall'art. 2437-*ter*, comma 3°, c.c., dal momento che l'Autorità di vigilanza, ai fini della valutazione che le compete, deve far riferimento (fra l'altro) al prezzo di mercato del semestre anteriore all'acquisto che ha determinato il sorgere dell'obbligo, per il superamento delle soglie di partecipazione al capitale previste dalla disposizione.

<sup>87</sup> Su tali profili v. l'analisi svolta *supra*, Cap. III, par. 5.

conclusione circa l'ammissibilità di criteri di liquidazione statuari (anche solo potenzialmente) peggiorativi rispetto a quelli di *default*.

*In linea astratta*, alla soluzione dell'inderogabilità *in peius* si potrebbe in tal caso pervenire sulla scorta delle conclusioni che paiono imporsi in relazione alle sopra ricordate fattispecie tipiche di riscatto obbligatorio. Non sembra possibile, infatti, per l'autonomia statutaria rendere più gravoso l'esercizio di *facoltà di exit espressamente imposte dal legislatore* per tutelare l'interesse dei soci, vuoi a fronte del potere della maggioranza di stabilire particolari condizioni procedurali o realizzative di operazioni straordinarie, lesive delle minoranze<sup>88</sup>, vuoi per consentite loro la fuoriuscita della società in situazioni in cui la via della cessione della partecipazione a terzi sia ostruita dalla mancata concessione all'acquirente del *placet* discrezionale previsto in statuto (arg. *ex art.* 2437, comma 1°, c.c.)<sup>89</sup>.

Tuttavia, sembra lecito dubitare della necessità di estendere la medesima conclusione alle ipotesi atipiche di riscatto obbligatorio che *in piena autonomia* i soci decidano di introdurre in statuto. In tal caso, infatti, la scelta di attribuire una facoltà di disinvestimento ai membri della compagine sociale non è imposta dalla legge, ma è assunta liberamente dai soci. Sicché non sembrano esservi ragioni sistematiche per impedire all'autonomia statutaria – ove lo si ritenga utile – di rendere (anche in potenza) più svantaggioso rispetto al valore “legale” il rimborso ottenibile in forza di un diritto all'acquisto di cui, in assenza dell'esplicito riconoscimento convenzionale, i soci non avrebbero alcuna possibilità di usufruire<sup>90</sup>.

---

<sup>88</sup> V. *retro*, par. 2, nota 10.

<sup>89</sup> Con riferimento all'ipotesi di cui all'art. 2355-*bis* c.c., va peraltro osservato che in dottrina si ritiene lecita la clausola che prevede una determinazione del corrispettivo di riscatto parametrata al prezzo offerto dal terzo acquirente (e, dunque, in ipotesi anche inferiore al *fair value* delle azioni del cedente), dal momento che il socio uscente di nulla potrebbe dolersi, ricevendo egli lo stesso corrispettivo che avrebbe ottenuto qualora il gradimento fosse stato concesso: v. STANGHELLINI (nt. 44), 583; nel medesimo senso cfr. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 32*, in *Massime notarili in materia societaria*, elaborate dalla Commissione per i principi uniformi in tema di società, IV ed., Milano, 2009. Va aggiunto che, qualora l'efficacia della clausola di mero gradimento sia circoscritta a un massimo di cinque anni, neppure si ritengono illegittimi criteri di valutazione *già a priori* più penalizzanti rispetto a quelli legali. Ciò in quanto la clausola costituirebbe pur sempre un *minus* rispetto al patto sociale che preveda un tassativo divieto di alienazione, il quale, appunto entro tale limite temporale, è esplicitamente ammesso dal legislatore (cfr. art. 2355-*bis*, comma 1°, c.c.): così, ancora, STANGHELLINI (nt. 44), 584; nel medesimo senso cfr. la *Massima* emanata dal Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Prato e Pistoia in data 8 novembre 2010, consultabile su [www.consiglionotarilefirenze.it](http://www.consiglionotarilefirenze.it).

<sup>90</sup> Nel senso dell'inapplicabilità dell'art. 2437, ult. comma, c.c. alle clausole di riscatto obbligatorio, stante la loro natura convenzionale, v. GALLETTI (nt. 3), 1638; ID, sub *art.* 2437-*sexies*, in *Codice commentato delle società. Artt. 2247-2483 c.c.*, a cura di Abriani e Stella Ricther, Torino, 2010, 1657, il quale conclude nel senso della piena libertà nella determinazione del corrispettivo. Nel senso della derogabilità *in peius* dei criteri di liquidazione di cui all'art. 2437-*ter* c.c. v. pure ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, a cura di Abriani-Ambrosini-Cagnasso-Montalenti, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, vol. IV, Padova, 2010, 324; in termini dubitativi PACIELLO, sub *art.* 2437-*sexies*, in *Società di capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, vol. II, Napoli, 2004, 1148; SFAMENI (nt. 3), 173.

Raggiunge la medesima conclusione anche CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. Comm.*, 2006, 200, valorizzando il fatto che la disciplina di cui all'art. 2437-*sexies* c.c. (e, quindi, anche il rinvio all'art. 2437-*ter* c.c. in esso contenuto) è applicabile alle sole ipotesi statutarie di riscatto potestativo, sì che nessun vincolo legale alla determinazione del corrispettivo sussisterebbe per la fattispecie (non tipizzata) del riscatto obbligatorio.

Del resto, sul piano pratico, qualora il criterio sia ritenuto sconveniente dal titolare del diritto, egli potrà decidere di non avvalersi dell'(ulteriore) possibilità di uscita concessagli dallo statuto<sup>91</sup>.

Quello testé delineato è, d'altra parte, un percorso interpretativo che viene seguito dalla dottrina maggioritaria per argomentare la medesima conclusione liberale in tema di *cause di recesso statutarie*<sup>92</sup>; il che non pare privo di significato, stante la più volte sottolineata analogia funzionale con il riscatto obbligatorio<sup>93</sup>. Neppure è insignificante – sul piano comparatistico – che la soluzione favorevole alla libera determinazione del prezzo di riscatto sia accolta (anche) per le c.d. *puttable redeemable shares*, tanto a livello comunitario, quanto negli ordinamenti in cui sono espressamente disciplinate<sup>94</sup>.

Nel quadro della prefigurata, ampia modulabilità statutaria del corrispettivo da corrispondere al momento dell'attuazione dei meccanismi statuari di acquisto obbligatorio, particolarmente insidiosa dal punto di vista sistematico è l'ipotesi in cui venga predeterminato *un corrispettivo fisso di riscatto*.

Si tratta di un'eventualità tutt'altro che di scuola, specie se si pensa al possibile utilizzo del riscatto obbligatorio con finalità marcatamente finanziarie. In particolare, la creazione di speciali categorie di azioni "riscattande" potrebbe rispondere all'esigenza di favorire l'ingresso in società di soci "finanziatori": soggetti, cioè interessati alla partecipazione attiva allo svolgimento dell'attività sociale, ma – al contempo – ad avere la possibilità di monetizzare il loro investimento prima della scadenza della società.

In tale ottica – come già osservato<sup>95</sup> – uno strumento ipotizzabile è, in primo luogo, quello della creazione di azioni "riscattande" a scadenza e prezzo fissi, là dove l'interesse perseguito è quello della predeterminazione, in linea di principio, del lasso temporale in cui l'azionista parteciperà alla società, con il riconoscimento allo stesso di una remunerazione al momento dell'(automatica) cessazione del rapporto sociale (: maggiorazione del prezzo di riscatto rispetto al valore nominale del titolo, salvo, eventualmente, lo scomputo dei dividendi *medio tempore* percepiti)<sup>96</sup>.

---

<sup>91</sup> Ciò, a differenza di quanto avviene in caso di riscatto potestativo, là dove il socio "riscattabile" è invece costretto a disinvestire ricevendo una liquidazione iniqua. Tale distinzione spiega perché in caso di riscatto obbligatorio statutario sia superfluo interrogarsi sull'eventuale sussistenza di condizioni particolari per introdurre criteri di valorizzazione delle azioni peggiorativi rispetto a quelli di *default*: per le clausole che prevedono un potere di riscatto v., invece, quanto osservato *supra*, Cap. III, par. 5.

<sup>92</sup> V. SFAMENI (nt. 3), 158; CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO (nt. 14), *Massima n. 74*; cfr. pure DE NOVA (nt. 14), 160 e 162; GALLETTI, sub *art. 2437-ter*, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005, 1595; STELLA RICHTER jr. (nt. 12); in tema di s.r.l., per considerazioni conformi, v. PISCITELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 3, Torino, 2006, 732; *contra* DI CATALDO (nt. 13), 236 s.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, VIII ed., Torino, 2012, 512, nt. 22.

<sup>93</sup> V., sul punto, le considerazioni di CIOCCA (nt. 3), 39 s., anche se poi l'A., come si vedrà, con riferimento al riscatto a carico della società, sostiene l'opinione negativa sulla scorta di altri argomenti.

<sup>94</sup> V. quanto riportato *supra*, Cap. III, par. 5, nt. 150.

<sup>95</sup> V. retro, Cap. I, par. 3, sub B).

<sup>96</sup> Su questa fattispecie, particolarmente diffusa nella prassi in ordine ad operazioni di c.d. "finanziamento partecipativo" v., in particolare, CALVOSA (nt. 90), 200.

In una variante alternativa, al titolare dell'azione di categoria potrebbe essere attribuito il diritto potestativo di ottenere, in una predeterminata finestra temporale, l'acquisto della propria partecipazione per un corrispettivo similmente configurato: rispetto all'ipotesi precedente, si lascerebbe in tal modo al socio la facoltà di decidere se ottenere il rimborso del proprio finanziamento o proseguire il rapporto sociale<sup>97</sup>.

La legittimità di tali fattispecie deve essere tuttavia valutata alla luce dei principi generali del diritto societario.

In particolare, tale problema si declina in termini differenti a seconda del soggetto a carico del quale, in base alla clausola, sia posto l'acquisto obbligatorio.

i) In primo luogo, qualora il soggetto chiamato al riscatto sia la società, dal punto di vista tipologico si pone l'esigenza di valutare se la determinazione di un prezzo fisso sia compatibile con la caratterizzazione – propria dell'azione – di strumento emesso a fronte di un apporto al capitale di rischio dell'impresa societaria, sì che il suo eventuale rimborso (ancorché anticipato) dipende dall'andamento economico dell'attività d'impresa ed è in linea di principio effettuato senza creare nocimento ai creditori sociali.

La fissazione di un meccanismo che consenta al socio di ottenere, decorso un certo lasso temporale, la restituzione del *quantum* inizialmente investito in società (e, quindi, di un valore la cui determinazione è *ex ante* sottratta all'andamento economico della società) potrebbe, in effetti, portare a ritenere che il rapporto sottostante all'emissione del titolo sia (non solo dal punto di vista economico<sup>98</sup>, ma anche giuridico) un rapporto di finanziamento, o per lo meno di “quasi finanziamento”, con una conseguente incompatibilità tipologica con il *genus* delle azioni<sup>99</sup>.

Né parrebbe possibile, per replicare a questa ipotetica ricostruzione, far leva sulla considerazione secondo cui, a ben vedere, il rimborso dell'apporto non è in tal caso sottratto *in toto* all'andamento economico dell'attività imprenditoriale, dal momento che – come visto – la sussistenza (per lo meno) dei presupposti legali per l'acquisto delle azioni proprie (fra le quali si annovera la sussistenza di utili distribuibili o riserve disponibili al momento della concretizzazione dei presupposti per

---

<sup>97</sup> In alternativa, le vie di *exit* per il socio “finanziatore” potrebbero essere legate al mancato raggiungimento dei risultati economici preventivati al momento delle sottoscrizioni delle azioni, quali, ad esempio, la mancata percezione di utili per un certo numero di esercizi, ovvero la mancata implementazione di un'attività che, nei piani originari, avrebbe dovuto garantire una determinata redditività alla società.

<sup>98</sup> Sul piano descrittivo, si è osservato che le azioni ricattabili a prezzo e data fissa, potrebbero essere considerate delle “obbligazioni convertibili al rovescio”, dal momento che consentirebbero al socio, alla scadenza della data prefissata, di trasformarsi in un creditore con diritto alla restituzione piena dell'investimento originariamente effettuato in società: così, anche sulla scorta della dottrina straniera, CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, 110 s. Lo stesso si potrebbe dire riguardo alle azioni che incorporano un diritto di “*put*” a prezzo fisso ed esercitabile *ad nutum*, là dove – con un parallelismo, sia pur “inverso”, ancor più marcato rispetto a quanto avviene per le obbligazioni convertibili – il mutamento da socio a creditore dipende dall'esercizio di una facoltà unilaterale riconosciuta all'azionista.

<sup>99</sup> Cfr. CIOCCA (nt. 3), 40, testo e nt. 43, secondo cui non sarebbe consentito all'autonomia statutaria di prevedere ipotesi di riscatto obbligatorio automatico o obbligatorio di azioni a prezzo fisso, finendosi altrimenti per consentire un'illegittima deviazione dai connotati tipici della partecipazione del socio.

l'operatività del meccanismo acquisitivo) costituisce indefettibile condizione di efficacia del riscatto, nell'interesse (anche e soprattutto) dei terzi.

In senso contrario, infatti, è possibile osservare che tale requisito può caratterizzare anche apporti effettuati a titolo di finanziamento (si pensi alle obbligazioni subordinate: art. 2411, comma 1°, c.c.)<sup>100</sup> e costituisce la caratteristica essenziale del rapporto di associazione in partecipazione<sup>101</sup>.

Da questo punto di vista, anzi, alla luce della tipizzazione della categoria "intermedia" degli strumenti finanziari partecipativi operata dalla riforma del diritto societario, l'interesse a garantire una forma di partecipazione alla società a soggetti che forniscono un apporto fuori capitale, con un diritto al rimborso dello stesso (sia pur condizionato) sembrerebbe poter passare dall'emissione di questi titoli "para azionari"<sup>102</sup>. Ciò, almeno, se si ritiene persuasiva la prospettiva di quanti ritengono che, al fine dell'emissione di strumenti finanziari dotati di "diritti di partecipazione" amministrativi o patrimoniali *ex art.* 2346, comma 6°, c.c., non sia necessario un apporto a titolo di rischio (ancorché non imputato a capitale), essendo viceversa sufficiente un finanziamento, variamente configurato<sup>103</sup>.

V'è però un dato fondamentale che porta a respingere le conclusioni testé prospettate sulla scorta dell'assimilazione dell'azionista "riscattando" a prezzo fisso a un creditore o a un "quasi" creditore.

Come già segnalato in precedenza, infatti, in caso di emissione di azioni "riscattande" la società ha sempre la possibilità di caducare in via discrezionale la pretesa al rimborso dell'apporto vantata dal titolare nei termini previsti in statuto, deliberando uno scioglimento volontario prima che si verifichi l'acquisto "coattivo"<sup>104</sup>. Una tal facoltà, viceversa, non è riconoscibile nei confronti degli

---

<sup>100</sup> Si prescinde in tal sede dall'affrontare la delicata questione dell'effettiva qualificazione giuridica del rapporto sottostante l'emissione di obbligazioni il cui rimborso sia subordinato a quello degli altri creditori: nel senso della riconduzione, nonostante la clausola di subordinazione, al contratto di mutuo v., ad esempio, G.F. CAMBOBASSO, *Le obbligazioni*, 428, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 5, Torino, 1988 (con riferimento alle obbligazioni subordinate emesse da banche, oggi *ex art.* 12, comma 7°, t.u.b.); GIANNELLI, sub *art.* 2411, in NOTARI-BIANCHI (a cura di), *Obbligazioni e bilancio*, 2006, nel *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2006, 37 ss.; GIANICOLA, sub *art.* 2411, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, I, Torino, 2009, 694, testo e nt. 41; nel senso, invece, della riconduzione ad un contratto aleatorio atipico (c.d. prestito a tutto rischio), PORTALE, *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio (ricordo di Gian Franco Campobasso)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2004, 424 s.

<sup>101</sup> Sull'associazione in partecipazione v., per tutti, DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazione*, Padova, 1999.

<sup>102</sup> Secondo STRAMPELLI, (nt. 28), 279, testo e nt. 263, le azioni riscattabili a data e prezzo fisso, nonostante la loro denominazione, andrebbero riqualificate da un punto di vista giuridico come strumenti finanziari partecipativi, con conseguente disapplicazione della disciplina in tema di azioni. Aggiunge l'A. che, sotto il profilo contabile – nei bilanci redatti secondo gli IAS – tali "azioni" andrebbero pertanto classificate secondo la loro effettiva natura giuridica, e cioè come strumenti finanziari composti (di cui ai § 28 ss. dello IAS 32), incorporanti una componente di capitale e una di debito.

Sembrano, tuttavia, sussistere validi argomenti per confutare tale interpretazione: v. subito oltre nel testo.

<sup>103</sup> V. *retro*, Cap. I, par. 1.

<sup>104</sup> V., sul punto, le riflessioni di SFAMENI (nt. 3), 171 s. Come osservato in precedenza, a tale risultato si può pervenire pure revocando la delibera (o, tutt'al più, il fatto) che legittima il diritto di

apportatori di capitale di credito (ancorché a rimborso *lato sensu* condizionato), per i quali lo scioglimento potrà tutt'al più comportare una postergazione nella soddisfazione della loro pretesa restitutoria (con i conseguenti rischi di mancato rimborso, in concreto, del finanziamento), ma non invece un'estinzione della posizione giuridica creditoria<sup>105</sup>.

Tale differenza qualitativa sembra assumere rilievo decisivo per riconoscere *piena natura azionaria* (anche) ai titoli per i quali siano previsti congegni acquisitivi a corrispettivo fisso "imposti" alla società<sup>106</sup>.

---

"put". Si tratta, tuttavia, di uno strumento di reazione non adottabile dalla società nelle particolari ipotesi che, in via esemplificativa, si sono prese in considerazione.

<sup>105</sup> Occorre aggiungere che la permanenza dell'originaria pretesa al rimborso del creditore (anche se "condizionata") si ha pure nel caso in cui lo scioglimento della società intervenga per cause diverse da una deliberazione volontaria dell'assemblea o in caso di fallimento; viceversa, il verificarsi di tali eventi prima dell'acquisto delle azioni "riscattande" determina la caducazione del diritto del titolare alla restituzione dell'investimento nei termini stabiliti dallo statuto.

<sup>106</sup> Ferma la natura azionaria dei titoli così configurati, sul piano giuridico formale, resta tuttavia da chiedersi se sussistano ragioni per scostarsene al fine della classificazione degli stessi in bilancio. In particolare, per quanto concerne i bilanci redatti secondo i principi contabili internazionali (v. d.lgs. 28 febbraio 2005, n. 38), il dubbio è generato dal fatto che, secondo lo IAS 32, § 17, gli strumenti finanziari per i quali è contemplata un'obbligazione contrattuale a carico dell'emittente di consegnare disponibilità liquide al possessore vanno contabilizzati fra le passività finanziarie. In applicazione di tale criterio discrezionale, il successivo § 18 prevede l'iscrizione al passivo – ancorché esse siano rappresentative di una frazione di capitale sociale – delle azioni "privilegiate" in relazione alle quali sussiste un obbligo di rimborso a carico dell'emittente per un ammontare fisso o determinabile ad una data predeterminata o predeterminabile, oppure, in alternativa, il diritto potestativo di richiedere all'emittente il rimborso dell'azione.

Si tratta di una modalità di contabilizzazione di chiara ispirazione nordamericana. In tale ordinamento, infatti, ferma la negazione, sul piano giuridico, della natura di *bond* delle azioni riscattabili a data fissa e di quelle con diritto al riscatto (pur definite, significativamente, "*creditor shares*"), con quanto ne consegue in termini di subordinazione ai creditori là dove intervenga uno scioglimento o un fallimento della società prima del riscatto (v., per tutti, BALLANTINE, *On corporations*, Chicago, 1946, 510 ss.), a partire dal 1979 la S.E.C. ha posto il divieto di classificare tali titoli tra le poste del patrimonio netto (*equity*) nel bilancio delle *listed companies* (per una critica v. LEVINE-FITZSMONS, *Distinguishing Between Liability and Equity Instruments*, in *Journal of Corporate Accounting and Finance*, 1991, 413), senza imporre, tuttavia, un correlativo obbligo di contabilizzazione tra le passività. Come conseguenza, molte società emittenti classificarono tali azioni in una sezione "*mezzanine*" tra *debt* e *equity* (cfr. LARRY-RITTENBERG-WEGANDT, *Accounting for Redeemable Preferred Stock: Unresolved Issues*, in *Accounting Horizons*, 1990, 33 ss.). Anche tale prassi è peraltro venuta meno a seguito dell'intervento (nel maggio 2003) del FASB, il quale ha imposto in linea generale la contabilizzazione delle *mandatory redeemable shares* nel passivo di bilancio (v. lo *Standar* FASB n. 150).

In ambito comunitario, non poche critiche hanno circondato l'adozione dei criteri di contabilizzazione di cui al ricordato § 18 dello IAS 32 (oltretutto potenzialmente applicabile, almeno stando alla lettera di questo paragrafo, anche nei casi in cui i titoli garantiscano un diritto di recesso), per le radicali conseguenze distorsive (sul piano organizzativo e della portata informativa del bilancio) che conseguirebbero alla rappresentazione di una situazione patrimoniale difforme da quella giuridicamente rilevante: v. fra altri, STRAMPELLI (nt. 28), 259.

Tali considerazioni hanno senz'altro inciso sulla parziale revisione dello IAS 32, operata dallo IASB nel febbraio del 2008. In particolare, con l'introduzione del (nuovo) § 16 A, si è chiarito che i c.d. *puttable financial instrument* (e cioè, ai sensi del § 11, quegli strumenti che danno al possessore il diritto di retrocessione all'emittente a fronte di un corrispettivo in denaro o, in alternativa, sono automaticamente retro ceduti all'emittente al verificarsi di eventi futuri o incerti o in caso di morte del socio), pur soddisfacendo la nozione di passività finanziaria, devono essere iscritti nel patrimonio

---

netto, qualora, fra l'altro, siano inclusi nella classe degli strumenti finanziari "*subordinate to all other classes of instruments*" e l'entità del rimborso spettante al titolare sia legata all'andamento economico delle società, e, dunque, parametrata al "valore effettivo" del patrimonio netto.

Nel tema che qui interessa, ne deriva che – secondo gli IAS – *qualora il prezzo da riconoscere al socio titolare di un'azione con diritto al riscatto (ovvero automaticamente riscattabile) sia determinato secondo i criteri di cui all'art. 2437-ter c.c., il titolo dovrà essere computato a bilancio nel capitale sociale*, in simmetria con la sua natura giuridica: v., sul punto, STRAMPELLI (nt. 28), 276.

Va precisato che non sembrano sussistere ragioni per negare tale conclusione anche con riferimento ad azioni (automaticamente) riscattabili a data fissa, anche se la lettera del § 11 IAS 32 sembrerebbe escluderle: appare, infatti, contraddittorio – in presenza dei presupposti previsti dal § 16 A – contemplare l'eccezione per le azioni che prevedano un diritto al rimborso lasciato (anche) alla completa mercé del socio e non quelle in cui il rimborso è (per lo meno) soggetto a un vincolo temporale: e v., implicitamente, STRAMPELLI (nt. 28), 275 s.

Anche l'intervenuta modifica alla IAS 32, se ben si osserva, non ha tuttavia risolto il dubbio da cui si è mossi in questa nota. Quello, cioè, della possibilità di pervenire alla medesima conclusione nei casi (beninteso, sempre se ritenuti ammissibili anche alla luce del divieto del patto leonino: v. le riflessioni che seguono nel testo) in cui sia previsto un prezzo fisso di riscatto (e, dunque, non legato all'andamento economico della società).

Non sembra inutile osservare, sul punto, che secondo la circolare della Banca d'Italia n. 262 del 22 dicembre 2005, le "azioni rimborsabili" (ossia, le azioni "relativamente alla quali la società ha assunto verso il socio l'obbligazione di rimborso/acquisto a un prezzo prefissato") devono essere iscritte in una voce del passivo.

Tuttavia, per concludere nel senso della contabilizzazione anche di tali azioni fra le poste del patrimonio netto, sembra assumere rilievo decisivo il principio desumibile dal § 19 dello IAS 32, ai sensi del quale uno strumento finanziario non deve essere classificato fra le passività se la società "*gode di un diritto incondizionato per esimersi dal consegnare disponibilità liquide...per estinguere un'obbligazione contrattuale*".

Orbene, in caso di azioni "riscattande", a ben vedere, *la società gode di una tale facoltà*: si è detto, infatti, che, quando non in forza della revoca del presupposto al verificarsi del quale il socio può esercitare il diritto al riscatto (fattispecie, questa, in cui la determinazione di un corrispettivo fisso di riscatto appare meno probabile), deliberando uno scioglimento volontario prima del completamento della vicenda acquisitiva (automatica o "stimolata" dal socio) la società può far venir meno l'obbligo di rimborso nei confronti del titolare delle azioni.

Tale ultima considerazione, se oramai può essere utilizzata come semplice argomento *a fortiori* per sostenere la conclusione della contabilizzazione nel capitale sociale delle azioni "riscattande" o automaticamente riscattabili al *fair value* (così come delle azioni che attribuiscono un diritto di recesso, anche *ad nutum*: v. sul punto, STRAMPELLI (nt. 28), 269 s.; prima della riforma dello IAS 32 del 2008, invece, attribuivano valenza decisiva al § 19: SFAMENI (nt. 3), 171; VENUTI, *Il principio "substance over form" nel bilancio IAS/IFRS*, in *Società*, 2008, 299, nt. 98; in maniera criticabile, non prendevano, viceversa, in considerazione tale dato, concludendo nel senso della contabilizzazione nel passivo: 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.; 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, 233 ss.), continua ad essere fondamentale – lo si ripete – nel caso del corrispettivo fisso.

Per concludere sull'argomento, occorre precisare che, in caso di *azioni riscattabili su iniziativa della società*, il dubbio circa la contabilizzazione a capitale non può porsi nemmeno in linea astratta. Infatti, la scelta di procedere al rimborso *spetta unicamente alla società*; sì che manca – "a monte" – quell'*obbligo* della società di consegnare disponibilità liquide al titolare dello strumento finanziario che, secondo gli IAS, impone in linea di principio l'iscrizione dello stesso fra le passività finanziarie: in senso conforme v. STRAMPELLI (nt. 28), 273; CASÒ, *loc. cit.*, 451; PORZIO-SQUEO, *loc. cit.*, 234; TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritti di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, I, 2007, 468.

Da un punto di vista pratico, tale conclusione sarebbe foriera di conseguenze di rilievo: infatti, la possibilità di emettere lecitamente azioni “riscattande” *ad tempus* e a prezzo fisso in luogo di strumenti finanziari partecipativi consentirebbe di attribuire al finanziatore interessato alla partecipazione attiva in società (anche) tutti i diritti patrimoniali e di *voce* riconosciuti all’azionista ordinario<sup>107</sup>.

ii) Per raggiungere questo risultato, occorre tuttavia superare un ulteriore scoglio interpretativo: quello, cioè della compatibilità della predeterminazione di un prezzo fisso di riscatto con il *generale principio di diritto societario che vieta i cosiddetti patti leonini*<sup>108</sup>.

Si tratta, a ben osservare, di un problema che si presenta in relazione a tutte le ipotesi statutarie di riscatto (obbligatorio, automatico o potestativo) e a prescindere dal soggetto cui spetta (o su cui grava) il riscatto.

Peraltro, anche per affrontare tale questione, sembra opportuno distinguere a seconda che il soggetto riscattante sia la società, ovvero soci diversi dal titolare delle azioni oggetto di acquisto e, in aggiunta, che la (pretesa) violazione del divieto concerna l’integrale esonero dalle perdite, ovvero dagli utili.

a) In quest’ottica, quanto al riscatto da parte della società, occorre anzitutto valutare se l’attribuzione di un diritto al riscatto (o la previsione di un riscatto automatico) a corrispettivo fisso (generalmente maggiorato rispetto al valore nominale), finisca per comportare un integrale esonero dalle perdite per il titolare dell’azione.

Sul punto sembra persuasiva l’opinione di quanti ritengono legittima la clausola così configurata, poiché – come subito si dirà – non è possibile, in base ad una valutazione *ex ante*, raggiungere con certezza la conclusione circa la sistematica esclusione del titolare dalle perdite (eventualmente) realizzate nello svolgimento dell’attività imprenditoriale. Infatti, in primo luogo, è possibile che nello iato temporale intercorrente tra la sottoscrizione (o il successivo acquisto) delle azioni e il momento in cui si verifica il presupposto statutario per l’operatività del meccanismo acquisitivo il socio sia costretto a subire assieme agli altri soci le conseguenze di perdite *medio tempore* intercorse<sup>109</sup>; così come, del resto, si potrebbe verificare in

---

<sup>107</sup> Risultato, quest’ultimo, che – anche se si aderisce alla prospettiva interpretativa liberale sopra ricordata – non può essere raggiunto emettendo gli strumenti di cui all’art. 2346, comma 6°, c.c.: in tal caso, infatti, al finanziatore non potrà essere riconosciuta l’intera gamma di diritto di partecipazione riconosciuta *ex lege* al socio (arg., fra l’altro, dal combinato disposto dell’art. 2346, comma 6°, c.c. e dell’art. 2351, comma 5°, c.c.): v., sul punto, NOTARI, sub *art. 2346, comma 6*, in NOTARI (a cura di), *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c.*, nel *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008, 93.

Va da sé che, se invece si accoglie l’opinione restrittiva circa la natura dell’apporto sottostante all’emissione di tali strumenti, le potenzialità applicative delle peculiari forme di riscatto convenzionale azionario di cui si discorre – nell’ottica del finanziamento “partecipativo” in società per azioni “chiuse” – risultano vieppiù rafforzate.

<sup>108</sup> È noto che tale principio, anche se previsto espressamente nel *corpus* normativo destinato alla società semplice (art. 2265 c.c.), è pacificamente esteso in via interpretativa a tutte le società lucrative: v. G. F. CAMPOBASSO (nt. 92), 80.

<sup>109</sup> Si pensi al decremento del valore nominale delle azioni in caso di riduzione del capitale per perdite, nonché – nei casi più estremi – alla necessità di procedere a nuovi conferimenti a causa dell’intaccamento del capitale al di sotto del limite legale, fino al limite della fuoriuscita dalla società (ove il capitale sia stato azzerato dalle perdite e il socio non abbia le risorse necessarie per sottoscrivere).

tale periodo lo scioglimento della società o il fallimento della stessa, con la conseguente elisione dell'obbligo di rimborso<sup>110</sup>. Anche a prescindere da ciò, poi, la società non può acquistare legittimamente le azioni, se, nel momento in cui vi sarebbe costretta in base alla clausola, non abbia risorse disponibili per pagare il corrispettivo. Sicché, resta sempre la possibilità che le (eventuali) risorse in precedenza accantonate e idonee a permettere l'acquisto risultino erose da perdite sopravvenute e persistenti nel momento in cui dovrebbe realizzarsi la cessione, allora impedendola<sup>111</sup>.

A un primo sguardo, si potrebbe essere tentati di maturare conclusioni differenti nell'ipotesi in cui, ferma la predeterminazione del corrispettivo di riscatto, la clausola preveda (anche) meccanismi di neutralizzazione delle conseguenze di perdite eventualmente sopportate *medio tempore*<sup>112</sup>.

Tuttavia, se ben si considera, anche in tal caso vi sarebbe pur sempre la possibilità che si verifichi *medio tempore* lo scioglimento (o il fallimento) della società; e, anche qualora tali eventualità non dovessero verificarsi, il socio dovrebbe comunque sopportare il rischio dell'inesistenza di riserve disponibili nel momento in cui, secondo la clausola, la società dovrebbe acquistare le sue partecipazioni, precludendosi pertanto la possibilità di ricevere il rimborso "al netto" delle perdite<sup>113</sup>.

Proprio l'impossibilità di eliminare tali rischi porta, pertanto, a escludere che i congegni statuari che prevedano siffatti criteri di valorizzazione delle azioni da riscattare possano essere ritenuti nulli per violazione del divieto di patto leonino<sup>114</sup>.

Ponendosi, invece, nella diversa prospettiva dell'esonero dalla partecipazione agli utili, il sospetto dell'ipotetica violazione, sotto questo profilo, del patto leonino si potrebbe porre nelle ipotesi (in verità, piuttosto inverosimili) in cui sia previsto un

---

<sup>110</sup> Con riferimento alle azioni riscattabili a prezzo e data fissa, valorizza il dato del pieno assoggettamento del socio "finanziatore" al rischio d'impresa nel periodo che precede l'acquisto, per escludere una violazione del patto leonino, CALVOSA (nt. 90), 198.

<sup>111</sup> V. in tal senso, già prima della riforma, CALVOSA (nt. 90), 247 e PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Padova, 1992, 105 s., esprimendosi in tema di azioni riscattabili a data fissa. Nella medesima direzione, dopo la riforma e con particolare riferimento al diritto al riscatto *ad nutum*, v. SFAMENI (nt. 3), 175; più in generale, in relazione a tutte le fattispecie convenzionali di riscatto obbligatorio, ABRIANI (nt. 90), 324.

<sup>112</sup> Si pensi, ad esempio, all'ipotesi in cui il prezzo di riscatto sia determinato sulla base di una maggiorazione della somma versata dal socio al momento della liberazione delle azioni cedende, anche se frattanto fossero intervenute riduzioni del capitale per perdite.

<sup>113</sup> V., in senso conforme, SFAMENI (nt. 3), 177.

Va chiarito che le conclusioni che precedono nel testo valgono a escludere anche l'illiceità della clausola che preveda un riscatto potestativo a prezzo fisso (eventualmente con gli ulteriori accorgimenti di cui si è detto), per violazione del divieto di esonerare interamente dalla partecipazione alle perdite uno (o alcuni) dei soci. In tal caso, fra l'altro, tale risultato interpretativo può dirsi rafforzato dal fatto che la società (pur in presenza di risorse disponibili al verificarsi del presupposto per l'esercizio del diritto potestativo) resterebbe pur sempre libera di non procedere all'acquisto che determinerebbe il sostanziale esonero del titolare dalla sopportazione delle perdite.

<sup>114</sup> D'altro canto, va sottolineato che, quando la società abbia risorse disponibili per provvedere all'acquisto, il fatto che il corrispettivo predeterminato nella clausola sia, al momento del distacco del socio dalla società, *superiore* al valore reale delle azioni, non comporta esonero dalla partecipazione alle perdite. In queste ipotesi, infatti, la clausola del prezzo fisso sarebbe da considerare alla stregua di un criterio di ripartizione non proporzionale dei diritti patrimoniali in sede del rimborso della quota, e non, invece, quale criterio d'esonero dalla partecipazione ai risultati negativi: v. SFAMENI (nt. 3), 175; in chiave comparatistica, cfr. pure in tal senso DEL POZO (nt. 29), 203 ss.

prezzo di riscatto pari al valore nominale per azioni riscattabili su iniziativa della società (ovvero automaticamente riscattabili al verificarsi di un determinato presupposto)<sup>115</sup>.

Tuttavia, pure in tal caso, non è possibile escludere, sulla base di una valutazione prognostica resa nel momento in cui il riscatto sia introdotto, che il titolare dell'azione riceva dividendi prima del verificarsi del presupposto in presenza del quale potrà subire il sostanziale esproprio delle proprie partecipazioni.

Inoltre, quand'anche fossero attuati comportamenti abusivi da parte degli altri soci (: mancata distribuzione degli utili fino al riscatto "al nominale"), essi sembrerebbero poter essere contrastati utilizzando gli ordinari strumenti di tutela riconosciuti dall'ordinamento per sanzionarli e non già invocando la nullità della previsione statutaria.

Forse, una soluzione diversa potrebbe imporsi nel caso in cui la clausola pretendesse altresì di decurtare dal prezzo d'acquisto l'ammontare dei dividendi percepiti *durante societate*<sup>116</sup>. 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<sup>117</sup>.

b) Rivolgendo ora l'attenzione alle ipotesi statutarie in cui il riscatto a prezzo fisso compete a *soci diversi dal titolare delle azioni*, e valutando anzitutto il profilo dell'esonero dalle perdite, è evidente che, a differenza di quanto osservato per la società, qui l'acquisto non è condizionato *per legge* all'esistenza di somme disponibili nel patrimonio netto.

Pertanto, anche se la società fosse in perdita al momento dell'acquisto, il socio avrebbe comunque la possibilità di ricevere la piena restituzione del proprio investimento (eventualmente maggiorato, secondo quanto comunemente avviene), con un sostanziale esonero, quindi, dalle perdite *sopravvenute*.

Rimangono, tuttavia, le ulteriori considerazioni legate alla possibile sopportazione da parte del socio di perdite maturate prima dell'acquisto<sup>118</sup>, così come l'eventualità che nel frattempo si verifichi uno scioglimento (o un assoggettamento a procedura concorsuale) della società<sup>119</sup>.

---

<sup>115</sup> Occorre chiarire che il mero fatto che il prezzo a cui l'azione viene riscattata dalla società è in tal caso inferiore al valore reale della stessa al momento dell'acquisto (se la società può acquistare solo con riserve e utili distribuibili, infatti, il valore effettivo dei titoli non potrà che essere superiore al valore nominale) non comporta *di per sé* un'integrale esclusione dagli utili, ma (solo) una determinazione non proporzionale dei diritti patrimoniali al momento del disinvestimento coattivo dalla società.

<sup>116</sup> Nel senso della nullità di una clausola così configurata v. SFAMENI (nt. 3), 177.

<sup>117</sup> Quanto alle ipotesi statutarie di riscatto potestativo "finalizzato" alla riduzione, ferma l'impossibilità di invocare tale argomento, la salvezza della clausola che prevedesse questa peculiare modalità di determinazione del corrispettivo potrebbe essere giustificata ricordando che la vittoriosa opposizione dei creditori alla riduzione potrebbe sempre precludere il riscatto (cfr. *supra*, Cap. I, par. 4).

<sup>118</sup> Con specifico riferimento all'ipotesi di riscatto da parte di soci, valorizza questo rischio, CIOCCA (nt. 3), 41.

<sup>119</sup> Con il *caveat* che, in tali ipotesi, lo scioglimento o il fallimento della società non precludono *senz'altro* l'eventualità della realizzazione del riscatto a prezzo fisso anche in sede di liquidazione.

Sembra allora non potersi evitare, in tal caso, una *valutazione casistica* delle singole ipotesi statutarie, per verificare se, in concreto, possa effettivamente ritenersi che il titolare dell'azione riscattabile/“riscattanda” sia soggetto a tali rischi, e, quindi, all'alea tipica dell'investimento dell'azionista in società<sup>120</sup>. In caso contrario, non sembrerebbe potersi sfuggire alla conclusione della natura leonina della clausola.

A tal fine, elementi rilevanti per procedere a tale valutazione sembrerebbero: 1) la sussistenza o meno di un evento condizionante l'operatività del meccanismo acquisitivo<sup>121</sup>; 2) in caso di diritto al riscatto esercitabile in via meramente

---

Resta, infatti, la possibilità che i relativi presupposti statuari si verifichino poco prima della verifica di una causa di scioglimento o della dichiarazione di fallimento (ovvero anche successivamente) e che il riscatto da parte dei soci si concretizzi prima della conclusione della procedura liquidatoria.

<sup>120</sup> Secondo ANGELICI, *Fra “mercato” e “società”: a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2011, 45 ss., la liceità di pattuizioni (anche statutarie) con cui vien assunto un impegno di acquisto e/o di vendita delle partecipazioni ad un prezzo predeterminato andrebbe riguardata alla luce del profilo funzionale: in particolare occorrerebbe verificare la *giustificazione causale* concreta del patto, per valutare la sua plausibilità nella vicenda di scambio cui afferisce, dovendosi concludere nel senso della nullità nel solo caso in cui l'accordo risulti volto all'elusione del divieto dell'integrale esonero dalla partecipazione alle perdite. Si ripropone in tal modo l'argomento che è stato utilizzato in giurisprudenza per far salvi quei *patti parasociali* stipulati tra soci, in forza dei quali si determina un impegno al riacquisto della partecipazione sociale del cedente a prezzo predeterminato (v., fra altre pronunce, Cass., 24 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. Comm.*, II, 1995, 478; in una medesima ottica, nella giurisprudenza francese, cfr. Cass. Comm., 16 novembre 2004, in *Rev. Sociétés*, 2005, 593, con nota di LE NABASQUE, *Clause de prix insérée dans les promesses d'achat de droits sociaux: l'interrogation continue*). Sembra, tuttavia, apparentemente più arduo estendere le medesime considerazioni ai quei patti di riscatto obbligatorio a prezzo fisso che sono inseriti in statuto *con pieno valore sociale*: in tal caso, infatti, l'accordo di riacquisto non è assunto dalle parti *uti singuli* (e, dunque, su un piano di libera negoziazione “esterna” all'assetto di interessi societario), ma rientra a pieno titolo tra quelle regole organizzative della società che disciplinano il trasferimento delle partecipazioni sociali (in tal modo, conformandole alla luce dell'interesse sociale) e che sono volte a conformare il comportamento degli (indeterminati) soci volta a volta interessati. In quest'ottica, come si dice nel testo, per valutare il carattere “leonino” della clausola, sembrerebbe più opportuno basarsi sulla concreta valutazione della soggezione al rischio d'impresa che la conformazione della clausola nel singolo caso determina per il titolare della partecipazione “riscattanda”.

Dopo la riforma, e in considerazione dei nuovi indici normativi introdotti, si esprime invece nel senso dell'attenuazione della gravidanza sistematica del divieto di patto leonino, CALVOSA (nt. 90), 202 ss., al fine di sostenere l'incontestabile legittimità (anche) di clausole di riscatto automatico a prezzo fisso a carico di soci.

In senso contrario v., tuttavia, ABRIANI (nt. 90), 325, nt. 324, secondo il quale la riforma, sé vero che ha suggerito una ricostruzione della disciplina azionaria in chiave di investimento e disinvestimento da parte del socio, al contempo “continua a ravvisare la caratteristica essenziale della partecipazione azionaria come strumento di investimento nell'impresa rappresentativo del capitale di rischio”.

Secondo BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corresponsività*, Milano, 2004, 62 ss., invece, i congegni statuari che prevedono un diritto di “put” a prezzo fisso non potrebbero essere qualificati come leonini, dal momento che il divieto di cui all'art. 2265 c.c. non sarebbe violato quando vi sia, non già sottrazione di un socio al rischio d'impresa connesso con la partecipazione sociale, ma mero trasferimento dello stesso in capo ad altri membri della compagine sociale.

<sup>121</sup> Nel senso che la compatibilità con il divieto del patto leonino sarebbe postulabile qualora il diritto al riscatto sia vincolato al verificarsi di condizioni oggettive, predeterminate nello statuto, “sul cui avveramento i titolari delle azioni riscattande [da parte di soci] non possono fare a priori sicuro affidamento”, v. ABRIANI (nt. 90), 325, nota 322.

discrezionale (o di riscatto automatico a data fissa), la possibilità di riscontrare una durata minima non irrisoria dell'investimento azionario (: fissazione di una data di riscatto o di un termine iniziale per l'esercizio del diritto di "put" di lunghezza ragionevole)<sup>122</sup>; 3) l'eventuale previsione di criteri di valorizzazione delle azioni aggiuntivi, volti a eliminare l'impatto di perdite maturate prima del riscatto<sup>123</sup>.

Sull'opposto versante dell'(integrale) esonero dalla partecipazione agli utili, in casi di riscatto (potestativo o automatico) a valore nominale, sembrerebbero invece potersi riprodurre le osservazioni già effettuate circa l'impossibilità di stabilire a priori che non avverranno distribuzioni di utili (anche) a vantaggio del titolare dell'azione nel periodo antecedente il riscatto "coattivo".

Presumibilmente, si potrebbe ritenere solo che l'eventuale precisazione aggiuntiva circa lo scomputo dal corrispettivo fisso degli eventuali utili distribuiti *medio periodo* al socio determini la natura leonina della clausola (e, quindi, la sua nullità)<sup>124</sup>.

Per concludere la trattazione dei profili legati al corrispettivo di riscatto, pare opportuno occuparsi sinteticamente delle modalità operative con cui i meccanismi valutativi di *default* di cui all'art. 2437-ter c.c., se del caso, trovino applicazione nelle fattispecie statutarie di riscatto obbligatorio.

Anzitutto, quando la facoltà di *exit* sia riconosciuta al socio che non contribuisca all'adozione di una delibera assembleare, sembra possibile – nel silenzio dello statuto – applicare in via analogica l'art. 2437-bis c.c.

Pertanto, gli amministratori avranno in tal caso l'onere di depositare presso la sede sociale la valutazione effettuata ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2°, c.c. nei quindici giorni precedenti alla data fissata per la riunione assembleare (cfr. art. 2437-bis, comma 5°, c.c.)<sup>125</sup>.

---

<sup>122</sup> V. in tal senso SFAMENI (nt. 3), 175 s.; secondo ABRIANI (nt. 90), 325, nt. 323, invece, in caso di diritto di "put" meramente potestativo, per evitare che la clausola a corrispettivo fisso venga considerata leonina, occorrerebbe, alternativamente, privare le azioni riscattande del diritto di voto (v. già ID. *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, 127 ss.; MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Cont. Impr.*, 1988, 771 ss.), ovvero "introdurre criteri correttivi collegati agli effettivi risultati della società, tali da imporre una ridefinizione, anche solo parziale (ma comunque non irrisoria), del prezzo di acquisto".

<sup>123</sup> V. la precedente nota 112. Secondo SFAMENI (nt. 3), 177, la fissazione di criteri specificamente volti a neutralizzare gli effetti delle perdite maturate prima del riscatto a carico di soci renderebbe in ogni caso incontestabile la natura leonina della clausola.

Al di là dei criteri indicati nel testo, un ulteriore elemento che potrebbe essere valorizzato per valutare la compatibilità del congegno statutario con il divieto di patto leonino – nella specifica ipotesi del riscatto *potestativo* a prezzo fisso – sembra rappresentato dal fatto che, in tal caso, l'acquisto delle azioni (e, quindi, il disinvestimento del socio "al netto" delle perdite) passerebbe per una scelta discrezionale dei soci titolari del potere di riscatto: v. anche la precedente nota 113.

<sup>124</sup> Così SFAMENI (nt. 3), 177. Deboli, infatti, sembrano in tal caso gli argomenti che potrebbero astrattamente essere invocati in senso contrario (: possibilità per il titolare di ottenere comunque una partecipazione ai guadagni della società in sede di liquidazione della stessa intervenuta prima del verificarsi delle circostanze di riscatto; in caso riscatto potestativo, eventuale mancato esercizio del potere da parte dei titolari in presenza dei presupposti legittimanti).

<sup>125</sup> Quanto alle fattispecie di riscatto obbligatorio nelle società quotate (come visto, ammissibili nel solo caso in cui l'acquisto sia a carico di soci), il valore di liquidazione delle azioni da riscattare sarebbe in tal caso determinato ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 3°, il quale impone di far riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea. Sulle nuove modalità di pubblicazione dell'avviso di

Ciò consente ai soci non intenzionati ad approvare la delibera di prendere conoscenza del rimborso che potrebbero ottenere esercitando la facoltà di *exit* (eventualmente contestando la determinazione degli amministratori *ex art. 2437-ter*, comma 6°, c.c.) e ai soci di maggioranza di valutare le conseguenze sul patrimonio sociale (o anche personale, qualora l'eventuale obbligo di riscatto sia posto a carico degli stessi) che potrebbero derivare dall'adozione della delibera<sup>126</sup>.

Qualora la delibera venga approvata, i soci assenti, astenuti o dissenzienti potranno contestare la valutazione delle azioni effettuata dall'organo amministrativo<sup>127</sup>. A tal proposito, a seconda della conformazione del meccanismo acquisitivo, essi avranno l'onere di chiedere la rideterminazione del prezzo in uno con la dichiarazione unilaterale di esercizio del diritto di "*put*", ovvero al momento dell'accettazione dell'offerta d'acquisto presentata dal soggetto a ciò tenuto per statuto (*arg. ex art. 2437-bis*, comma 5°, c.c.)<sup>128</sup>.

Ancor più che per il riscatto potestativo, pare ragionevole ritenere che, se obbligati all'acquisto, *anche i soci riscattanti* abbiano la facoltà di chiedere una valutazione del valore delle azioni da parte di un esperto nominato dal tribunale.

Quanto al momento per l'esercizio di tale diritto, occorre distinguere: in caso di strutturazione secondo il modello del preliminare unilaterale, la contestazione dovrà essere proposta (al più tardi) al momento dell'offerta d'acquisto presentata a termini di statuto, sì da consentire al titolare del diritto all'acquisto di valutare l'opportunità di concludere la cessione, pur a seguito della determinazione secondo "equità" effettuata dall'esperto<sup>129</sup>.

---

convocazione nelle società quotate, a seguito della riforma di cui al d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, v. l'art. 125-*bis* t.u.f.

<sup>126</sup> Qualora l'eventuale riscatto gravi sulla società, è peraltro possibile che al momento dell'adozione della delibera non sussistano poste disponibili nel patrimonio netto, sì che non sarebbe possibile procedere all'(ipotetico) acquisto delle azioni dei soci dissenzienti. Sembra opportuno che di una tale eventualità gli amministratori diano comunicazione ai soci, in modo da consentire loro di prendere in considerazione questa causa di sostanziale "neutralizzazione" del diritto al riscatto contemplato nello statuto.

<sup>127</sup> Ciò, sempre che l'*expertise* prevista dall'art. 2437-*ter*, ult. comma, c.c. non sia soppressa per espressa scelta statutaria: per l'ammissibilità di tale opzione v. GALLETTI (nt. 3), 1639.

<sup>128</sup> V'è da chiedersi che cosa accada se – acclarati a seguito dell'adozione della delibera i soggetti titolari del diritto al riscatto – la società non abbia risorse sufficienti per provvedere al potenziale acquisto di tutte le loro azioni (integralmente liberate) al prezzo prestabilito. A tal proposito potrebbe ritenersi che l'organo amministrativo, al momento dell'offerta d'acquisto ai soci (ovvero, in caso di diritto di "*put*", con una comunicazione *ad hoc*) abbia l'onere di mettere al corrente i titolari del diritto dell'eventualità che l'acquisto potrebbe riguardare anche solo una parte delle partecipazioni da ciascuno detenute (proporzionalmente decurtate in base alle rispettive quote di partecipazione), a seconda del numero di soggetti che eserciteranno la facoltà di *exit*. In tal modo, gli azionisti cui compete il diritto di *exit* saranno messi in condizione di accettare questo (eventuale) disinvestimento solo parziale nel momento in cui danno il loro consenso alla cessione o esercitano l'opzione di vendita. Lo stesso sembra potersi affermare nei casi in cui il prezzo sia preventivamente fissato nello statuto.

Sarebbe opportuno che l'obbligo di comunicazione in discorso fosse espressamente fissato nello statuto.

<sup>129</sup> È opportuno che lo statuto stabilisca termini differenziati per l'accettazione dell'offerta da parte del socio uscente, a seconda che venga presentata o meno contestazione dall'acquirente. Se così non fosse, vi potrebbe essere, infatti, il rischio che il termine per concludere la compravendita scada prima che venga depositata la determinazione dell'esperto del tribunale (il quale deve procedere entro

La stessa esigenza spinge a ritenere che, ove si segua il modello dell'opzione di vendita, lo statuto debba prevedere un termine decadenziale (inferiore a quello previsto per l'esercizio del diritto di "put") entro il quale i soci riscattanti possono presentare contestazione<sup>130</sup>.

Là dove, invece, i presupposti di azionamento dei congegni di acquisto obbligatorio a carico della società fossero diversi da una delibera assembleare (ad esempio, delibera del c.d.a., meri fatti oggettivi), gli amministratori dovranno comunicare la determinazione del corrispettivo ai titolari del diritto di *exit* al momento della presentazione dell'offerta d'acquisto, ovvero – in caso di diritto di "put" – nel più breve termine possibile<sup>131</sup>. Resta fermo quanto sopra osservato circa il momento in cui i soci potranno contestare la valutazione degli amministratori.

Quando il riscatto gravi sui soci, poi, gli amministratori dovranno tempestivamente comunicare la loro valutazione, oltre che ai titolari delle azioni "riscattande", anche a questi ultimi, i quali potranno decidere di ricorrere all'*expertise* prevista dall'art. 2437-*bis*, ult. comma, c.c. con le modalità di cui si è detto poco sopra<sup>132</sup>.

---

novanta giorni dalla contestazione: cfr. art. 2437-*ter*, ult. comma, c.c.), pregiudicandosi allora l'interesse del titolare del diritto all'acquisto a conoscere l'effettivo corrispettivo.

<sup>130</sup> Anche in tal caso, sembra opportuno che lo statuto prenda in considerazione la possibilità di contestazione da parte dei soci riscattanti, al fine della determinazione del termine decadenziale di esercizio del diritto di "put". Se così non fosse, infatti, si correrebbe il rischio che il titolare del diritto – al momento della scadenza del termine per il suo esercizio – non possa conoscere l'effettivo rimborso che riceverà a fronte della cessione delle azioni.

<sup>131</sup> Resta fermo che, in mancanza di risorse disponibili per procedere al riscatto, gli amministratori dovranno astenersi dall'effettuare l'offerta d'acquisto prevista dallo statuto (e, quindi, dalla contestuale comunicazione della determinazione del corrispettivo). Allo stesso modo, sembra ragionevole sostenere che, in presenza delle medesime condizioni patrimoniali, non occorrerà comunicare ai titolari dell'opzione "put" il *fair value* delle loro azioni, poiché essi non potrebbero esercitare efficacemente il loro diritto.

Quanto, invece, all'ipotesi in cui le risorse patrimoniali disponibili ci siano, ma siano insufficienti per provvedere all'acquisto (al prezzo determinato dall'organo amministrativo, ovvero anche, eventualmente, per il prezzo fisso stabilito dallo statuto) di tutte le azioni dei soci titolari del diritto di *exit*, si richiamano, adattandole alla fattispecie ora in analisi, le considerazioni svolte alla precedente nota 128.

Nei casi in cui sia previsto un diritto potestativo al riscatto, parrebbe opportuno che la clausola facesse decorrere espressamente il termine decadenziale per l'esercizio del diritto (e per l'eventuale contestazione contestuale del prezzo) dal momento della ricezione della valutazione degli amministratori. In tal modo, si eviterebbero le incertezze connesse alla necessità di acclarare il momento dell'effettiva conoscenza dell'evento legittimante da parte del socio (in ipotesi, antecedente alla comunicazione dell'organo amministrativo), al fine di stabilire il *dies a quo* per l'esercizio dell'opzione (v. art. 2437-*bis*, comma 1°, c.c.). Occorre osservare che la medesima soluzione è proposta da parte della dottrina in tema di recesso, ma sulla scorta di un'interpretazione correttiva del dato letterale dell'art. 2437-*bis*, comma 1°, c.c.: v. sul punto, BIONE (nt. 17), 212 s.; in senso adesivo, MARASÀ (nt. 13), 27.

Va, infine, precisato che la determinazione del valore delle azioni deve avvenire con riferimento alla data dell'evento che ha fatto sorgere il diritto di *exit*: in caso di recesso, v. in tal senso, BIONE (nt. 17), 215; VENTORUZZO (nt. 14), 398 ss.; CIOCCA (nt. 3), 1542. La medesima conclusione deve essere estesa alle ipotesi di riscatto automatico: v. *infra*, nota 134.

<sup>132</sup> Circa la necessità di adattare, a seconda dei casi, il termine per l'accettazione dell'offerta da parte del titolare del diritto ad ottenere l'acquisto, ovvero il termine decadenziale per l'esercizio dell'opzione "put", in relazione all'ipotetico esercizio della facoltà di opposizione da parte del socio "riscattante" v. le precedenti note 129 e 130.

Infine, pare opportuno analizzare le modalità procedurali di determinazione del corrispettivo nelle fattispecie statutarie in cui sia previsto un diritto di “*put*” esercitabile *ad nutum* e destinato a gravare sulla società. In tal caso, la determinazione del *fair value* delle azioni da parte degli amministratori seguirà necessariamente l’esercizio del diritto di *exit*<sup>133</sup>; contrariamente a quanto comunemente avviene, pertanto, l’eventuale contestazione del valore di liquidazione da parte del socio non potrà avvenire contestualmente alla dichiarazione unilaterale d’esercizio dell’opzione<sup>134</sup>.

Inoltre, se si accoglie la prospettiva interpretativa secondo la quale, ai fini dell’efficacia dell’acquisto da parte della società, occorrerebbe rispettare un preavviso semestrale<sup>135</sup>, l’accertamento in ordine alla sussistenza delle necessarie condizioni legali<sup>136</sup> dovrà essere effettuato alla scadenza del termine sospensivo<sup>137</sup>.

---

Per quanto attiene alle ipotesi di riscatto obbligatorio da parte di soci nelle società quotate, invece, il semestre di cui all’art. 2437-ter, comma 3°, c.c. andrebbe calcolato a ritroso dalla verifica dell’evento previsto in statuto. Lo stesso dovrebbe dirsi per le azioni quotate automaticamente riscattabili, in relazione alle quali debba essere applicato tale criterio legale di *default*.

<sup>133</sup> Da un punto di vista cronologico, va puntualizzato che il valore delle azioni dovrà essere determinato facendo riferimento alla data d’esercizio del diritto potestativo.

<sup>134</sup> Quanto al termine per proporre contestazione, in mancanza di diverse determinazioni dello statuto, potrebbe forse ritenersi applicabile il termine di novanta giorni di cui all’art. 2437-bis, comma 1°, c.c., adattandone la decorrenza dal momento della ricezione della comunicazione degli amministratori: v. in tal senso, con riferimento al recesso determinato da fatti diversi da una delibera assembleare, e sul presupposto che la valutazione degli amministratori debba seguire la dichiarazione di recesso, STELLA RICHTER *jr.* (nt. 12), 402, nt. 34.

Va precisato che, anche in caso di riscatto automatico, deve ritenersi che la determinazione del prezzo di acquisto delle azioni e l’eventuale contestazione da parte del titolare delle azioni avverranno dopo la verifica dell’evento contemplato in statuto. In caso di riscatto a carico della società, in mancanza di risorse disponibili al momento dell’evento previsto, l’acquisto automatico non sarà efficace e gli amministratori dovranno pertanto astenersi dal procedere alla valutazione di loro competenza. Ove, invece, le risorse fossero insufficienti per l’acquisto dell’intero *stock* azionario riscattabile, l’acquisto dovrà ritenersi parzialmente efficace solo se lo statuto lo preveda espressamente (v. *retro*, par. 4, nt. 81). Se, dunque, il *fair value* delle azioni riscattabili fosse tale da comportare un superamento delle poste patrimoniali idonee, gli amministratori sarebbero tenuti alla comunicazione agli interessati solo in presenza di tale specificazione statutaria.

<sup>135</sup> V. *retro*, par. 3.

<sup>136</sup> Occorre precisare che, qualora si aderisca all’opinione di quanti ritengono sussistente un limite implicito al possesso di azioni proprie nelle s.p.a. “chiuse” (v. *retro*, par. 4), nel caso concreto potrebbe palesarsi un impedimento (ulteriore rispetto all’insufficienza di risorse patrimoniali) all’acquisto integrale dei titoli che, in base al congegno statutario, dovrebbero essere riscattati dalla società. In quest’ottica, quindi, tutte le osservazioni svolte nel testo in ordine agli acquisti parziali andrebbero estese anche all’eventualità in questione.

<sup>137</sup> In relazione al limite concernente le risorse patrimoniali utilizzabili per l’acquisto, tale considerazione comporta che occorre guardare alla situazione patrimoniale sussistente al momento della presa d’effetti della cessione. Di conseguenza, potrebbe ad esempio accadere che *medio tempore* sia stato approvato un nuovo bilancio, dal quale, diversamente da quanto riscontrabile al momento dell’esercizio del diritto di “*put*”, emergano utili distribuibili o riserve disponibili sufficienti per il pagamento del corrispettivo; viceversa, potrebbe accadere che le risorse disponibili inizialmente sussistenti siano state erose da perdite sopravvenute, in modo da precludere totalmente (o parzialmente) l’efficacia dell’acquisto. In tale ultima circostanza, peraltro, la stabilità della cessione sembrerebbe essere condizionata a un’espressa accettazione dell’(ipotetico) disinvestimento parziale da parte del socio, al momento dell’esercizio della facoltà di *exit*.

6) *L'introduzione durante societate e la modificazione dei congegni statuari di riscatto obbligatorio.*

La clausola di riscatto obbligatorio che (almeno in astratto) si rivolge a tutti gli azionisti (presenti e futuri) può essere introdotta (così come una categoria di azioni "riscattande" può essere creata) non solo in sede di costituzione della società, ma anche *durante societate*.

Fermo restando che nella prima ipotesi il congegno statutario è introdotto per unanime consenso dei soci che stipulano l'atto costitutivo, nel secondo caso – come per il riscatto potestativo – occorre valutare se sia sufficiente rispettare le normali maggioranze che presiedono all'introduzione di modifiche alle regole originariamente fissate nello statuto, ovvero se vi siano ragioni plausibili per maturare conclusioni differenti.

Pure per sciogliere questo nodo interpretativo, sembra opportuno fare dei distinguo.

i) Muovendo, anzitutto, dall'ipotesi in cui s'intendano introdurre "in corso d'opera" congegni volti a garantire all'azionista un diritto all'acquisto della propria partecipazione *da parte della società*, i dubbi circa le regole deliberative da seguire sono determinati dall'esigenza di tenere in considerazione (anche) il sovraordinato dato normativo comunitario per ricostruire la disciplina delle fattispecie statuarie atipiche di riscatto obbligatorio.

A tal proposito, si ricorderà che la II Direttiva stabilisce, fra l'altro, che il riscatto da parte della società deve essere autorizzato dallo statuto o dall'atto costitutivo *prima* della sottoscrizione delle azioni oggetto di riscatto (cfr. art. 39, lett. a).

Orbene, se si considera che la *ratio* di tale disposizione sembra risiedere nella volontà di tutelare il principio della parità di trattamento dei soci (e, del resto, è questa l'unica prospettiva interpretativa che appare in grado di giustificare la norma con riferimento alle azioni "riscattande")<sup>138</sup>, ne deriva la conclusione che la sopravvenuta attribuzione di un diritto (potestativo o di credito) al riscatto deve essere effettuata *in modo tale da non determinare discriminazioni fra i membri attuali della compagine sociale*, tutti potenzialmente interessati a ottenere la riscattabilità delle proprie partecipazioni<sup>139</sup>.

Occorre peraltro precisare che il principio appena enunciato *non è ammantato dell'attributo dell'inderogabilità*: in considerazione degli interessi in gioco, infatti, il sopravvenuto riconoscimento disparitario della facoltà statutaria di *exit* in capo ai

---

Nell'ipotesi in cui, invece, l'acquisto *ad nutum* gravasse sui soci, per garantire al meglio gli interessi in gioco, lo statuto potrebbe imporre al socio intenzionato ad esercitare il proprio diritto un obbligo di previa comunicazione agli amministratori, al fine della determinazione del *fair value* delle azioni. Successivamente, il valore di liquidazione andrebbe comunicato al titolare delle azioni e ai soci obbligati al riscatto, per garantire loro una diacronica possibilità di contestazione giudiziaria (v. sopra nel testo).

In caso di riscatto automatico, infine, a seguito della comunicazione degli amministratori successiva all'acquisto, dovrà riconoscersi ad entrambe le parti in causa la facoltà di chiedere la rideterminazione del corrispettivo entro un medesimo termine.

<sup>138</sup> Per quanto concerne, invece, i dubbi che circondano la ricostruzione della *ratio* di tale disposizione con riferimento alle azioni riscattabili e le conseguenti, differenziate ricadute applicative, v. *supra*, Cap. III, par. 6.

<sup>139</sup> V. RESCIO (nt. 3), 10.

soci può essere ritenuto lecito là dove sussista il *consenso individuale* degli azionisti discriminati<sup>140</sup>.

Declinando queste premesse interpretative nelle varie fattispecie “modificative” che si possono presentare (ed estendendole in via analogica anche alle ipotesi in cui il riscatto gravi sui soci) si può anzitutto osservare che, in linea di massima, per introdurre *durante societate* congegni volti a garantire *in via generalizzata all’indeterminato socio* un diritto all’acquisto della propria partecipazione, è sufficiente una delibera dell’assemblea straordinaria, assunta nel rispetto degli ordinari *quorum* costitutivi e deliberativi (v. artt. 2368, comma °2; 2369, comma 3° e ss., c.c.).

In tal caso, infatti, la clausola di riscatto, valendo per tutti i soci, non è idonea *in astratto* ad avvantaggiare alcuni gruppi di azionisti rispetto ad altri.

Resta, tuttavia, pur sempre la possibilità che un problema di parità di trattamento sorga alla luce della *concreta situazione* sussistente al momento dell’introduzione del patto in statuto. Si pensi, per esemplificare, al caso in cui la clausola preveda un diritto di “*put*” esercitabile *ad nutum* dai soli soci che superino una determinata soglia di partecipazione al capitale sociale. In un caso siffatto, da un punto di vista pratico, il congegno statutario ha l’effetto di consentire un’immediata facoltà di *exit* ai soli membri della compagine sociale che superino la soglia prefissata; per gli altri soci, invece, tale possibilità sarebbe solo eventuale (essendo a tal fine necessario un incremento della percentuale di partecipazione, che non è detto si verificherà). In un caso siffatto, dunque, la concreta disparità di trattamento in ordine alla possibilità di avvalersi del diritto al disinvestimento spinge a ritenere necessario il consenso individuale dei soci “penalizzati”, al fine dell’efficace introduzione della clausola in statuto.

Per quanto concerne, invece, l’ipotesi in cui s’intenda circoscrivere la possibilità di fruire di meccanismi di riscatto obbligatorio ad un solo gruppo di azioni, si può osservare che nessun problema si palesa qualora un nuovo gruppo di azioni “riscattande” sia costituito in sede di aumento di capitale sociale e offerto proporzionalmente in opzione ai soci. In tal caso, infatti, tutti i membri della compagine sociale sono messi in condizione di sottoscrivere i titoli, e quindi, di godere dell’incorporato diritto ad ottenerne il riacquisto.

Diversamente, là dove si volesse attribuire il diritto al riscatto a solo una parte delle azioni già in circolazione, la validità della modifica statutaria passerebbe dal necessario consenso degli altri azionisti, i quali – essendo esclusi dalla conversione – non avrebbero la possibilità di avvalersi del nuovo strumento statuario di *exit*.

ii) Nelle fattispecie convenzionali in cui il riscatto gravi sui *soci*, un ulteriore principio societario che occorre prendere in considerazione per ricostruire la disciplina sul punto di cui si discorre, è quello che *vieta di imporre in capo ai membri della compagine sociale obblighi pecuniari diversi e ulteriori rispetto ai conferimenti, a prescindere da un loro espresso consenso*.

---

<sup>140</sup> Sembra perfino inutile osservare che l’introduzione di congegni statuari di riscatto obbligatorio non rispettosi della parità di trattamento in sede di costituzione della società avviene con il consenso unanime dei partecipanti alla stipulazione dell’atto costitutivo (e, dunque, anche di quei membri della compagine sociale che non potranno fruire della possibilità di *exit*).

In conformità a tale principio, pertanto, qualora si vogliano introdurre *durante societate* congegni statuari in forza dei quali tutti i soci (anche solo in astratto)<sup>141</sup> possano essere chiamati a subire un esborso finanziario per provvedere, secondo le modalità previste dalla clausola, all'acquisto di azioni "riscattande", sarebbe necessario il consenso unanime dell'intera compagine sociale<sup>142</sup>.

Nel caso in cui, invece, si volesse imporre l'obbligo di acquisto in capo *ad un solo gruppo di azioni* già in circolazione, non sarebbe sufficiente il rispetto del principio maggioritario, occorrendo comunque il consenso degli azionisti "riscattanti" interessati dalla conversione delle proprie azioni<sup>143</sup>.

Ciò detto per quanto attiene all'introduzione delle diverse varianti di riscatto obbligatorio *durante societate*, rimangono da valutare i requisiti deliberativi necessari per procedere a *successive modifiche* di fattispecie già previste in statuto, nonché gli eventuali meccanismi di tutela di cui possano fruire i soci che non approvino la modifica.

Anzitutto, qualora si voglia drasticamente eliminare un diritto al riscatto genericamente fruibile da tutti i soci, non sembrano esserci validi motivi per negare la sufficienza di una delibera modificativa assunta dall'assemblea straordinaria con le ordinarie maggioranze. Data l'affinità funzionale con il recesso, pare tuttavia possibile riconoscere ai soci assenti, dissenzienti o astenuti la facoltà di recedere, in analogia con quanto previsto dall'art. 2437, comma 1°, lett. e), c.c. per il caso di sopravvenuta eliminazione di una causa di recesso statutaria<sup>144</sup>.

Là dove, poi, l'eliminazione concerna un diritto riconosciuto ai soli titolari di una categoria di azioni "riscattande" – se non si aderisce alla teoria più tuzioristica, secondo cui sarebbe necessario il consenso unanime dei titolari al fine della

---

<sup>141</sup> Si pensi, ad esempio, al caso in cui l'obbligo di acquisto sia posto in capo ai soli soci che superano una determinata soglia partecipativa al capitale sociale. In tale ipotesi, anche i membri della compagine sociale che non fossero in possesso della partecipazione prevista al momento dell'introduzione in statuto del congegno di riscatto obbligatorio potrebbero, in linea teorica, raggiungere successivamente il tetto prefissato, e dunque essere gravati dall'obbligo di acquisto.

<sup>142</sup> V., in senso conforme, CIOCCA (nt. 3), 35, nt. 17; con riferimento al riscatto obbligatorio nella s.r.l. (possibile solo da parte dei soci e non anche della società: v. *supra*, Cap. I, par. 1), cfr., nello stesso senso, prima della riforma, PATRIARCA, *Brevi considerazioni in ordine all'exit nella s.r.l. alla luce delle prospettive di riforma*, Varese, 2001, 14; ID, *L'“exit” nella s.r.l.*, in AA.VV., *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, 100; cfr. pure RESCIO (nt. 3), 13 s., il quale distingue fra sopravvenuta introduzione statutaria di obblighi che si traducono in sacrifici economici (e conseguenti diminuzioni patrimoniali) a carico dell'indeterminato socio e obblighi che, invece, non comportano tali sacrifici, ritenendo solo nel primo caso necessario il consenso unanime.

Va da sé che, in caso di subentro in società di un terzo a seguito dell'introduzione della clausola, è possibile ritenere sussistente un suo (indiretto) consenso all'assunzione dell'eventuale obbligo statutario di acquisto (così come, del resto, e più in generale, a tutte le regole organizzative della società).

<sup>143</sup> Sembrerebbe esprimersi nel medesimo senso CIOCCA (nt. 3), 35, nt. 17. Per la qualificazione in termini di categoria anche del gruppo di azioni caratterizzate (pur solo) dalla soggezione (o dall'obbligo di procedere) al riscatto, v. *retro*, Cap. II, par. 3.

Occorre aggiungere che le considerazioni che precedono nel testo valgono anche per l'ipotesi in cui si intendano introdurre congegni di riscatto automatico i cui tutti o alcuni dei soci assumano la veste di soggetto riscattante.

<sup>144</sup> In tal senso v. GALLETTI (nt. 3), 1638.

conversione di azioni di categoria in azioni ordinarie<sup>145</sup> – alla tutela garantita dalla necessaria approvazione da parte dell’assemblea speciale *ex art. 2376 c.c.* sembrerebbe aggiungersi quella del recesso *ex art. 2437, comma 1°*, lett. g), c.c.<sup>146</sup>.

Per quanto attiene, invece, alla (più mite) modificazione di segno peggiorativo (anche solo potenziale) dei criteri di determinazione del prezzo stabiliti in una clausola “generalizzata” di riscatto – ferma la sufficienza del rispetto del principio maggioritario – è ipotizzabile in tal caso l’estensione analogica della causa di recesso di cui all’art. 2437, comma 1°, lett. f) a favore dei soci non consenzienti<sup>147</sup>.

Come nell’ipotesi precedente, la medesima modifica potrà riguardare anche i titolari di una categoria di azioni “riscattande”, restando allora fermo quanto appena osservato circa l’approvazione da parte dell’assemblea di categoria (qui incontestabile) al fine dell’efficacia della delibera di modifica e la possibilità di esperire il diritto di recesso *ex art. 2437, comma 1°, lett. g)*, c.c. da parte del titolare che non abbia approvato il pregiudizio alle condizioni d’esercizio del suo diritto di *exit* sia nell’assemblea generale, che nell’assemblea speciale<sup>148</sup>.

Quanto, infine, agli scostamenti di segno migliorativo del corrispettivo da riconoscersi in caso di riscatto obbligatorio da parte della società, i dubbi sulla sufficienza delle ordinarie regole deliberative che presiedono alle modifiche statutarie si pongono nella sola eventualità in cui il vantaggio cada a favore dei titolari di azioni di categoria<sup>149</sup>. Ciò, non tanto sotto il profilo dell’indiretto svantaggio che deriverebbe per gli altri azionisti dall’eventuale compressione dei loro diritti sulle risorse disponibili della società<sup>150</sup>, quanto della violazione della parità di trattamento che, come detto, alla luce della disciplina comunitaria deve essere presa in considerazione per ricostruire in via interpretativa la disciplina del riscatto obbligatorio statutario.

---

<sup>145</sup> Sul punto v. *retro*, Cap. III, par. 6, nt. 191. A tal fine sembra opportuno osservare che, dopo la riforma, per sostenere l’opinione contraria non sembra potersi attribuire eccessiva importanza al dato normativo di cui all’art. 2437, comma 1°, lett. g), c.c., ai sensi del quale è riconosciuta un’inderogabile facoltà di recesso ai soci che dissentano da una modificazione dello statuto avente ad oggetto “i diritti di voto o di partecipazione”. Anche aderendo a un’interpretazione lata di tale enclisi (si da estenderla, anche in caso di azioni di categoria, a qualsiasi diritto sociale alle stesse riconosciuto: v. in tal senso, fra altri, CALANDRA BUONAURA (nt. 16), 295 s.; MARASÀ (nt. 13), 10), resta che la norma fa testualmente riferimento alle sole modificazioni dei diritti (eventualmente) di categoria, e non già anche alla loro eliminazione.

<sup>146</sup> Cfr. GALLETTI (nt. 3), 1638, nt. 13, sulla scorta dell’(implicito) duplice presupposto della riferibilità di tale causa di recesso a qualsiasi diritto sociale di categoria e della sufficienza di tale strumento di tutela non solo nel (più tenue) caso di “modificazione” del diritto, ma anche nell’ipotesi di sua caducazione (v. la nota precedente).

<sup>147</sup> V. nel medesimo senso GALLETTI (nt. 3), 1638.

<sup>148</sup> Cfr. ancora GALLETTI (nt. 3), *op. ult. cit.*

<sup>149</sup> Appare condivisibile l’opinione di quanti ritengono che la causa di recesso di cui all’art. 2437, comma 1°, lett. f), c.c. riguardi le sole modifiche di segno peggiorativo dei criteri di determinazione del rimborso da riconoscersi al socio receduto: così DACCÒ, *Il recesso nelle s.p.a.*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da Cagnasso e Panzani, Bologna, 2010, 1412; *contra* GALLETTI, sub art. 2437-ter, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005, 1597.

<sup>150</sup> Come noto, è tutt’altro che pacifico in dottrina che il pregiudizio indiretto ai diritti di un gruppo di azioni (eventualmente, ordinarie) determini la necessità dell’approvazione da parte dell’assemblea speciale *ex art. 2376 c.c.* (e l’eventuale facoltà di recesso ai sensi dell’art. 2437, comma 1°, lett. g, c.c.): per l’opinione negativa, v., per tutti, G. F. CAMPOBASSO (nt. 92), 210 s., testo e nt. 21, ove anche una sintetica rassegna dei sostenitori della soluzione interpretativa di segno affermativo.

In particolare, sia pur con la massima cautela, potrebbe ritenersi che la tutela del principio di parità di trattamento richiesta dall'art. 39 della II Direttiva valga non solo al momento dell'emissione delle azioni "riscattande", ma anche in presenza di una successiva revisione di segno migliorativo delle condizioni d'uscita garantite ai titolari e che non possono essere fruite dagli altri soci<sup>151</sup>.

In quest'ottica, potrebbe forse sostenersi che il miglioramento dei criteri di valorizzazione delle azioni "riscattande"<sup>152</sup> sia condizionato al rilascio del consenso individuale degli altri soci alla modifica.

Anche a prescindere da tali considerazioni, in qualsiasi ipotesi statutaria in cui l'acquisto cada in capo a soci è (con maggior sicurezza) possibile ritenere – alla luce del rischio del maggior esborso patrimoniale cui la modifica migliorativa del prezzo di riscatto dà origine – che la modifica statutaria debba essere assunta con il consenso individuale degli interessati (a seconda dei casi, di tutti i soci o, se prevista una categoria di azioni con obbligo di riscatto, dei relativi titolari)<sup>153</sup>.

---

<sup>151</sup> Si spiegherebbe, in tale ottica, perché – anche in relazione alle azioni "riscattande" – la II Direttiva non solo impone che il riscatto sia autorizzato dallo statuto o dall'atto costitutivo prima della sottoscrizione delle azioni, ma – in aggiunta – prevede la previa individuazione delle specifiche condizioni e modalità dell'acquisto (v. art. 39, lett. c). Da tale disposizione si potrebbe, in particolare, ricavare che il (necessario) consenso del socio escluso, ai fini della attribuzione discriminatoria del diritto ad ottenere il riscatto delle proprie partecipazioni, abbia ad oggetto non un generico diritto di *exit*, bensì un diritto *da esercitarsi a certe condizioni*. Sicché, il rispetto della *ratio* della disposizione comunitaria – se così individuata – comporterebbe (come subito si dice nel testo) che ogni modifica migliorativa delle condizioni di riscatto, successivamente alla creazione delle azioni "riscattande", debba passare per il consenso individuale degli altri soci.

<sup>152</sup> Così come altre modifiche atta ad agevolare le possibilità d'esercizio di un'opzione "put": si pensi, a tal fine, a un'estensione della finestra temporale in cui è possibile esercitare, in via meramente discrezionale, l'opzione.

<sup>153</sup> Lo stesso deve affermarsi per le modifiche migliorative del prezzo nelle fattispecie di riscatto automatico in cui i soci assumano la veste di riscattanti.

Per concludere, pare opportuno osservare che, in caso di riscatto potestativo, la modifica *in melius* dei criteri di valutazione del corrispettivo da riconoscere ai soci "riscattabili" dovrebbe, invece, essere approvata dall'assemblea speciale dell'(eventuale) categoria speciale di azioni riscattanti, ferma la possibilità di recedere *ex art. 2437, comma 1°, lett. g), c.c.* per gli azionisti di categoria che non acconsentano a tale modifica peggiorativa delle condizioni d'esercizio del diritto di riscatto ad essi riconosciuto (v. la precedente nt. 146).

**P.S.:** nelle more della stampa del presente elaborato, in data 14 novembre 2012, è stata pubblicata nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea la Direttiva 2012/30/UE sulla costituzione della società per azioni e sulla salvaguardia e modifica del capitale sociale della stessa, che ha abrogato la Direttiva 77/91 CEE (c.d. II Direttiva in materia societaria). Per quanto concerne la disciplina in tema di riscatto azionario, le norme previste dai precedenti artt. 36 e 39 della II Direttiva *sono state trasfuse, senza modificazioni*, negli attuali artt. 40 e 43 della Direttiva 2012/30/UE, cui devono dunque intendersi riferiti i richiami alla disciplina comunitaria effettuati nel testo.



## INDICE DELLE OPERE CITATE

- AA. VV., *Diritto delle società [Manuale breve]*, Milano, 2008.
- ABBADESSA, *L'assemblea: competenza*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 3\*, Torino, 1994.
- ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994.
- ABRIANI, *Gli adeguamenti obbligatori degli statuti delle società di capitali alla riforma del diritto societario*, in *Società*, 2003, 1301.
- ABRIANI, *Il capitale sociale dopo la "nuova" Seconda Direttiva e il d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. "semplificazione" della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in *Riv. dir. imp.*, 2009, 227.
- ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, a cura di Abriani-Ambrosini-Cagnasso-Montalenti, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Cottino, vol. IV, Padova, 2010, 231.
- AMADIO, *La trasformazione a fini liquidativi*, in *Riv. not.*, 1987, 263
- ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 2\*, Torino, 1991.
- ANGELICI, *Le basi contrattuali della società per azioni*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 1\*, Torino, 2004.
- ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, seconda ed., 2006.
- ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2011, 23.
- ANNUNZIATA, sub art. 2473-bis, in *Società a responsabilità limitata*, a cura di Bianchi, nel *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2008.
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, terza ed. Bologna, 2009.
- AULETTA-SALANITRO, *Diritto Commerciale*, 18 ed., Milano, 2010.
- BALLANTINE, *On corporations*, Chicago, 1946.
- BARASSI, *La teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1963.
- BARCELLONA, *Clausole di put & call a prezzo predefinito. Fra divieto di patto leonino e principio di corrispettività*, Milano, 2004.
- BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004.
- BARTALENA, sub art. 2482, in *Società di capitali*, Commentario a cura di Nicolini e Stagno d'Alcontres, vol. 3, Napoli, 2004.
- BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 2004, 1125.

- BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato Rescigno*, 17, Torino, 1985.
- BERNARDI-GANDINI, sub art. 2357-ter, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, I, Torino, 2009.
- BERTOLOTTI, *Società con prestazioni accessorie*, Milano, 2008.
- BIANCA, *Diritto civile*, 4, Milano, 1993.
- BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 2\*, Torino, 1991.
- BIONE, sub artt. 2357, 2357-bis, in *Società di Capitali*, commentario a cura di Niccolini - Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004.
- 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*, a cura di Abbadessa e Portale, 3, Torino, 2006.
- BONELLI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1985.
- BONFANTE, *La nuova società cooperativa*, Bologna, 2010.
- BRAMMER, *Rückerwerbbarer Aktien*, Colonia-Monaco, 2008.
- BRUNETTI, *Trattato del diritto delle società, II. Società per azioni*, Milano, 1948.
- BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960.
- BUSANI-SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, in *Società*, 2012, 157.
- BUSI, *S.p.a. - s.r.l., operazioni sul capitale*, Milano, 2004.
- CABRAS, *Le trasformazioni*, in *Trattato della s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 7\*\*\*, Torino, 1997.
- CALANDRA BUONAURA, *Gestione dell'impresa e competenze dell'assemblea nella società per azioni*, Milano, 1985.
- CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.*, I, 2005, 291.
- CALLEGARI, *Le azioni e le regole di circolazione*, in *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosini, Torino, 2003, 114.
- CALLEGARI, sub artt. 2437, 2437-bis, 2437-quater, 2437-sexies, in *Il nuovo diritto societario*, commentario diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, \*\*, Bologna, 2004.
- CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995.
- CALVOSA, *Il "diritto di acquisto" (c.d. squeeze-out) e...la mancata tutela delle minoranze*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di Alessandro Cerrai*, a cura di Piras, Pisa, 2005, 187.
- CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. Comm.*, I, 2006, 195.
- CAMPANER, sub art. 2474, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, II, Torino, 2009.

- CAMBOBASSO G.F., *Le obbligazioni*, 428, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 5, Torino, 1988.
- CAMBOBASSO G.F., *Diritto commerciale, 3. Contratti, titoli di credito, procedure concorsuali*, IV ed., Torino, 2008.
- CAMBOBASSO G.F., *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, VII ed., Torino, 2009.
- CAMBOBASSO G. F., *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, VIII ed., Torino, 2012.
- CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso per giusta causa nelle s.p.a. e nelle s.r.l.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, 497.
- CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988.
- CARBONETTI, sub art. 2357-bis, in *Commentario Romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, II, 1, Padova, 2009.
- CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1983, 506.
- CARDINALE, sub artt. 108 t.u.f., 111 t.u.f., in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani e Stella Richter, Artt. 2484-2641 c.c., T.U.F., Normativa complementare, Torino, 2010.
- CARMIGNANI, sub art. 2437-sexies, in *La riforma delle società* a cura di Sandulli-Santoro, 2, II, Torino, 2003.
- 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.
- CASTELLANO, *Clausole di sgradimento*, in *Riv. soc.*, 1974, 832.
- CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2005, 50.
- CERRATO, sub artt. 2357-2357-quater, in *Il nuovo diritto societario*, commentario diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, \*\*, Bologna, 2004.
- CERRATO, *Il diritto di recesso*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, commentario diretto da Cottino-Bonfante-Cagnasso-Montalenti, Bologna, 2009.
- CERRATO, *Le deleghe di competenze assembleari nelle società per azioni*, Milano, 2009.
- CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2006, 487.
- CIAN M., *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2006.
- 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.
- COATES, "Fair Value" as an Avoidable Rule of Corporate Law: Minority discounts in conflict transactions, in 147 *U. Pa. L. Rev.*, 1999, 1251.
- COFFEE JR., *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: an Essay on the Judicial Role*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, 1618.

- COLOMBO, *Aspetti patrimoniali e finanziari della disciplina delle società per azioni*, dispensa delle lezioni del Corso di diritto commerciale progredito tenuto presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, anno accademico 2005/2006.
- COLOMBO-LIGUORI-NOBILI, *Note al Progetto di attuazione della seconda direttiva CEE*, in *Riv. soc.*, 1978, 1701.
- COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamento I.I.5*, in [www.trivenetogiur.it](http://www.trivenetogiur.it).
- CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PRATO E PISTOIA, *Massima* emanata in data 8 novembre 2010, consultabile su [www.consiglionotarilefirenze.it](http://www.consiglionotarilefirenze.it).
- CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massime nn. 32, 74, 95, 99*, in *Massime notarili in materia societaria, elaborate dalla Commissione per i principi uniformi in tema di società*, IV ed., Milano, 2009.
- CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 122* del 18 ottobre 2011, disponibile su [www.consiglionotarilemilano.it](http://www.consiglionotarilemilano.it).
- CORSI, *Il momento di operatività del recesso nelle società per azioni*, in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, III, Milano, 2005.
- COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 3\*\*, 1993.
- COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. Comm.*, I, 2004, 200.
- COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 1, Torino 2006.
- COSTI, *Un classico della dottrina commercialistica*, in *Giur. Comm.*, II, 2012, 308.
- COTTINO, *Diritto commerciale, 2. Le società*, Padova, 1999.
- COX-HAZEN, *On corporations*, vol. II, 2nd ed., New York, 2003.
- COX-HAZEN, *Business organizations law*, 3° ed., St. Paul, 2011.
- CURBELO, *Régimen jurídico de las acciones rescatables. Nuevas perspectivas y problemática actual*, in *RDBB*, n. 123, 2011, 105.
- D'ALESSANDRO C., *Patti di co-vendita (tag along e drag along)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 373.
- D'ALONZO, sub art. 2357 c.c., in *Codice commentato delle società. Artt. 2247-2483 c.c.*, a cura di Abriani e Stella Ricther, Torino, 2010.
- DACCÒ, *Il diritto di recesso: limiti dell'istituto e limiti all'autonomia privata nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2004, 471.
- DACCÒ, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 3, Torino, 2006.
- DACCÒ, *Il recesso nelle s.p.a.*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da Cagnasso e Panzani, Bologna, 2010.
- DAL SOGLIO, sub art. 2355-bis, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. I, Padova, 2005.
- DANIELE, *Diritto dell'Unione Europea*, Milano, 2010.

- DE ACUTIS, *L'associazione in partecipazione*, Padova, 1999.
- DE LA CONCEPCIÓN CHAMORRO DOMÍNGUEZ, *Las acciones rescatables de la sociedad anónima cotizada*, Madrid, 2007.
- DE LUCA, sub art. 2354, in *Società di Capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004.
- DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento ("Drag-along")*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2009, 174.
- DE LUCA, *Unequal Treatment and Shareholders' Welfare Growth: "Fairness" v. "Precise Equality"*, in *34 Del. J. Corp. L.*, 2009, 853.
- DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *NGCC*, 2006, 386.
- DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 329.
- DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Madrid, 2002.
- DELLI PRISCOLI, *L'uscita volontaria del socio dalle società di capitali*, Milano, 2005.
- DI BITONTO, *L'inquadrimento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Società*, 2008, 415.
- DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 3, Torino, 2006.
- DI CECCO, *Il diritto di recesso del socio di società di capitali dopo la riforma*, in *Riv. dir. impr.*, 2005, 33.
- DI MAJO, *Rilevanza del termine e poteri del giudice*, Milano, 1972.
- DI SABATO, *Manuale delle società*, 5ª ed., Torino, 1995.
- DI SABATO, *Diritto delle società*, terza ed., 2011.
- DODD, *Purchase and Redemption by a Corporate of its own Shares: the Substantive Law*, in *89 U. Pa. L. Rev.*, 1941, 697.
- DONATIVI, sub art. 2357, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, 2/I, Torino, 2003.
- EASTERBROOK- FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard, 1996.
- ENRIQUES-SCASSELLATI SFORZOLINI, *Adeguamenti statutari: scelte di fondo e nuove opportunità nella riforma societaria*, in *Notariato*, 2004, 69.
- ESPOSITO, *L'esclusione come strumento generale di "exit" societario*, in *Riv. not.*, I, 2004, 261.
- FANTI, *Brevi note in tema di voto scalare, sospensione del diritto di voto e riscatto di azioni*, in *Società*, 2010, 222.
- FERRAN, *Company Law and Corporate Finance*, Oxford, 1999.
- FERRAN, *Principles of Corporate Financial Law*, New York, 2008.
- FERRARA-CORSI, *L'imprenditore e la società*, XIV ed., Milano, 2009.

- FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma; I: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2005, 673.
- FRÈ-SBISÀ, *Società per azioni*, VI ed., in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, 1997.
- FREGONARA, *Le clausole di mero gradimento nel nuovo sistema societario tra "apertura" e "chiusura"*, in *Contr. impr.*, 2003, 1319.
- FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, seconda ed., Milano, 2009.
- GABRIELLI, *La disciplina del recesso nel nuovo diritto societario*, in *Studium iuris*, 2004, 729.
- GALGANO, *Diritto commerciale, 2. Le società*, Bologna, 2005.
- GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, XVII ed., Bologna, 2009.
- GALLESIO-PIUMA, *I poteri dell'assemblea di società per azioni in liquidazione*, Milano, 1986.
- GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000.
- GALLETTI, sub artt. 2437, 2437-bis, 2437-ter, 2437-quater, 2437-sexies, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005.
- GALLETTI, sub art. 2437-sexies, in *Codice commentato delle società. Artt. 2247-2483 c.c.*, a cura di Abriani e Stella Ricther, Torino, 2010.
- GAMBINO, *Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni (abuso di potere nel procedimento assembleare)*, Milano, 1987.
- GATTI, *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opera e l' "autorizzazione di conferma"*, in *Giur. comm.*, I, 2004, 511.
- GENCO, *La riforma delle società cooperative*, Milano, 2003.
- GERMAIN, *La création e la disparition des actions de préférence*, in *Revue de droits bancaire e financière*, 2004, 367.
- GEVURTZ, *Corporation Law*, 2nd ed., St. Paul, 2010.
- GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004.
- GIAMPAOLINO, "Nuove" funzioni e questioni delle azioni di categoria, in *Studi per Franco Di Sabato*, III, Soc., 1, Napoli, 2009, 625.
- GIANICOLA, sub art. 2411, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, I, Torino, 2009.
- GIANNELLI, sub art. 2411, in NOTARI - BIANCHI (a cura di), *Obbligazioni e bilancio*, 2006, nel *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Milano, 2006, 37.
- GINEVRA, *La sottoscrizione di azioni proprie*, in *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 1, Torino, 2006.
- GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 6\*, Torino, 1993.
- GUARRACINO, sub art. 111 t.u.f., in *Comm. Alpa-Capriglione*, II, Padova, 1998.

- GUERRA, *La convertibilità tra azioni ordinarie e azioni di risparmio*, in *Notariato*, 1996, 47.
- HAMILTON-BOOTH, *Corporations*, 5° ed., St. Paul, 2006.
- HANNINGAN, *Company Law*, Oxford, 2009.
- HETHERINGTON-DOOLEY, *Illiquidity and Exploitation: a Proposed Statutory Solution to the Remaining Close Corporation Problem*, in *63 Virginia Law Review*, 1977, 44.
- JONES, *Redeemable Corporate Securities*, in *5 S. Cal. L. Rev.*, 1931, 83.
- LARRY-RITTENBERG-WEGANDT, *Accounting for Redeemable Preferred Stock: Unresolved Issues*, in *Accounting Horizons*, 1990, 33.
- LE NABASQUE-BARBIER, *Le clauses léonines*, in *Actes pratiques. Droits des sociétés*, 1996, 19.
- LEVINE-FITZSIMONS, *Distinguishing Between Liability and Equity Instruments*, in *Journal of Corporate Accounting and Finance*, 1991, 411.
- LIBERTINI-MIRONE-SANFILIPPO, sub art. 2348, in *Commentario Romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, II, 1, Padova, 2009.
- LIBONATI, *Diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, 2005.
- LOLLI, sub artt. 2346-2354, *Gli strumenti finanziari*, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. I, Padova, 2005.
- LUTTER, sub § 237, in *Kölner Kommentar zum Aktiengesetz*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1970.
- MAGLIULO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari della nuova società per azioni*, Milano, 2004.
- MALATESTA LAURINI, *Trasformazione e fusione di società in liquidazione*, in *Riv. Not.*, 1987, 870.
- 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, 233.
- MALTONI, *La clausola di mero gradimento "all'italiana"*, in *Riv. not.*, 2004, 1377.
- MARASÀ, *Modifiche del contratto sociale e modifiche dell'atto costitutivo*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo e Portale, 6\*, Torino, 1993.
- MARASÀ, sub artt. 2437-2437-quinquies, in MARASÀ-CIOCCA, *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, Padova, 2011.
- MARASÀ-IBBA, *Il registro delle imprese*, Torino, 1997.
- MASTURZI, sub art. 2473-bis, in *La riforma delle società*, 3, a cura di Sandulli e Santoro, Torino, 2003.

- MAUGERI, *Se sia legittimo introdurre nello statuto una clausola che attribuisce alla società la facoltà di "riscattare" le proprie azioni*, in AA. VV., *II. Società di capitali. Casi e materiali*, a cura di Gambino, Torino, 2006.
- MELI, sub art. 2355-bis, in *Società di capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, vol. I, Napoli, 2004.
- MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992.
- MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.
- MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, in *Cont. Impr.*, 1988, 771.
- MIOLA *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1\*\*\*, Torino, 2004.
- MORTIER, *Le rachat par la société de ses droits sociaux*, Parigi, 2003.
- MORTIER, *Rachat d'actions et actions rachatables*, in *Rev. Soc.*, 2004, 639.
- MURPHY, *Redemption of stock under the Model Business Corporation Act and the Virginia Stock Corporation Act*, in 14 *U. Rich. L. Rev.*, 1979, 311.
- NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, 1212.
- NOBILI, *Osservazioni in tema di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, 1987, 760.
- NOBILI, *Appunti in tema di azioni proprie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, 119.
- NOBILI-SPOLIDORO, *La riduzione di capitale*, in *Trattato della s.p.a.*, diretto da Colombo-Portale, 6\*, Torino, 1993.
- NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, 1, Torino, 2006.
- NOTARI, sub art. 2346, comma 6, in NOTARI (a cura di), *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c.*, nel *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi - Notari, Milano, 2008.
- NOTARI, *Partecipazione al rischio d'impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti*, Milano, 2011, 499.
- NOTE, *Redemption of Preferred Shares*, 83 *U. Pa. L. Rev.*, 1935, 888.
- NOTE, *Unqualified Redemption of Common Stock: A Question of Public Policy*, in 50 *Nw. U. L. Rev.*, 1955, 558.
- NOTE, *Stock Redemption at the Option of the Shareholders in the Close Corporation*, in 48 *Iowa L. Rev.*, 1963, 986.
- OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, II, 2004, 57.
- PACIELLO, sub artt. 2437-quater, 2437-sexies, in *Società di capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, vol. II, Napoli, 2004.

- PALAZZO, *Contratto a favore di terzo e per persona da nominare*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, II, 177.
- PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, In *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 2\*, Torino, 1990.
- PASQUARIELLO, sub art. 2355-bis, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, I, Torino, 2009.
- PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Padova, 1992.
- PATRIARCA, *Brevi considerazioni in ordine all'exit nella s.r.l. alla luce delle prospettive di riforma*, Varese, 2001.
- PATRIARCA, *L'“exit” nella s.r.l.*, in AA.VV., *Verso un nuovo diritto societario*, Bologna, 2002, 83.
- PATRIARCA, *C'è un futuro per le prestazioni accessorie?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2004, 330.
- PERNAZZA, *Brevi riflessioni in tema di contratti parasociali*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1992, 190.
- PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997.
- PERRINO, *La “rilevanza del socio” nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *Giur. comm.*, I, 2003, 810.
- PETRAZZINI, *L'esclusione del socio nella s.r.l.*, in *Le nuove s.r.l.*, a cura di Sarale, Bologna, 2008.
- PICCININI, sub art. 2474, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da Benazzo e Patriarca, Torino, 2006.
- PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, diretto da Schlesinger, Milano, 1994.
- PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, 1268.
- PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 518.
- PISCITELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 3, Torino, 2006.
- POLI, *Il pegno di azioni*, 2000, Milano.
- PORTALE G.B., *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, 763.
- PORTALE G.B., *Una sentenza penale in tema di “Bilancio regolarmente approvato” ex art. 2357, primo comma, c.c.*, in *Giur. comm.*, II, 1987, 462.
- PORTALE G.B., *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio (ricordo di Gian Franco Campobasso)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2004, 421.
- PORTALE G.B., *Competenze gestorie “non scritte” dell'assemblea di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 2, Torino, 2006.
- PORTALE G.B., *Lezioni di diritto privato comparato*, seconda ed., Torino, 2007.

- PORTALE M.B., *I diritti "particolari" del socio di S.p.A. (prime riflessioni sulla personalizzazione della società per azioni "chiusa")*, tesi di dottorato in Diritto commerciale interno ed internazionale, Università degli Studi di Brescia, ciclo XXII.
- 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.
- PRESTI, *Le clausole di "riscatto" nelle società per azioni*, in *Giur. comm.*, II, 1983, 397.
- PRESTI-RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, terza ed., Bologna, 2011.
- RACUGNO, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni*, in *La nuova s.r.l. Prime letture e proposte interpretative*, a cura di Farina-Ibba-Racugno-Serra, Milano, 2004.
- REISER VEIL, *Recht der Kapitalgesellschaften*, Monaco, 2010.
- RESCIO, *La distinzione del sociale dal parasociale (sulle c.d. clausole statutarie parasociali)*, in *Riv. soc.*, 1991, 596.
- RESCIO, *I patti parasociali nel quadro dei rapporti contrattuali tra i soci*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian franco Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 1, Torino, 2006.
- RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario. Unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along?*, in corso di pubblicazione in *Giur. comm.*
- RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Tratt. dir.civile e comm.*, diretto da Cicu e Messineo, continuato da Mengoni, Milano, 1982.
- RORDORF, *Il recesso del socio di società di capitali: prime osservazioni dopo la riforma*, in *Società*, 2003, 923.
- RUOTOLO, *Atti gratuiti e scopo lucrativo (studio n. 26-2010/1)*, in CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO (a cura di), *Studi e Materiali*, Milano, n. 3 /2010, 807.
- SALAFIA, *Il recesso dei soci nelle società di capitali*, in *Società*, 2006, 417.
- SALAFIA, *Squeeze out statutario*, in *Società*, 2007, 1450 ss.
- SANTAGATA, sub art. 2648, B) *I diritti particolari dei soci*, in *S.r.l - Commentario*, a cura di Dolmetta e Presti, Milano, 2011.
- SANTINI, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario del codice civile Scialoja - Branca*, a cura di Galgano, IV ed., Bologna-Roma, 1992.
- SANTONI, sub art. 2341-ter, in *La riforma delle società* a cura di Sandulli-Santoro, 2, I, Torino, 2003.
- SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008.
- SPOLIDORO, *La riduzione del capitale sociale*, in AA. VV. *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e sui modelli statutarî*, Milano, 2003, 290.

- SPOLIDORO, *Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2008, 1035.
- SPOLIDORO, *Attuazione della direttiva 2006/68/CE su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, 64.
- STABILINI-TRAPANI, *Clausole di drag-along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2010, 949.
- STANGHELLINI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997.
- STANGHELLINI, sub art. 2355-bis, in NOTARI (a cura di), *Azioni. Artt. 2346-2362 c.c., nel Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi - Notari, Milano, 2008.
- STELLA RICHTER jr., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2004, 389.
- STELLA RICHTER jr., *Novità in tema di acquisto delle proprie azioni*, in *Riv. soc.*, 2009, 298.
- STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009.
- TANZI, sub artt. 2473-bis, 2474, in *Società di capitali*, commentario a cura di Niccolini-Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004.
- TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritti di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, I, 2007, 456.
- TEDESCHI, *Sulla conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie*, in *Giur. comm.* I, 1978, 589.
- TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitali*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2004, 347.
- TOMBARI, *Strumenti finanziari "partecipativi" (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2006, 143.
- TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 965.
- TRIPPUTI, *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto, divieto di concorrenza del socio e sanzioni per la violazione di tale divieto*, in *Giur. comm.*, II, 2010, 313.
- TUCCI, *Patti parasociali e governance nel mercato finanziario*, Bari, 2005.
- TUCCI, *I limiti alla circolazione delle azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di Abbadessa e Portale, 1, Torino, 2006.
- VATTERMOLI, sub art. 2355-bis, in *La riforma delle società*, commentario a cura di Sandulli e Santoro, 2/I, Torino 2003.
- VENTORUZZO, sub art. 111 t.u.f., in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, commentario a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, I, Milano, 1999.

- VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni del socio in caso di recesso*, in *Riv. soc.*, 2005, 423.
- VENTURA, *Estudios Vários sobre sociedades anónimas*, Coimbra, 1992.
- VENUTI, *Il principio “substance over form” nel bilancio IAS/IFRS*, in *Società*, 2008, 277.
- VERRUCOLI, *La società cooperativa*, Milano, 1958.
- VIANDIER, *Les actions de préférences*, *JCP*, 2004, 1539.
- VILLACORTA HERNÁNDEZ, *Las acciones rescatables en el derecho español*, in *Enlaces* ([www.cesfelipesecondo.com/revista](http://www.cesfelipesecondo.com/revista)), 2011.
- VITALI, *Class of shares and share redemption in the Italian and UK context*, in [www.ssrrn.com](http://www.ssrrn.com).
- VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, V ed., II, Milano, 1923.
- WANG, *Up Is Hard to Do: Allocating Fees from the Unfinished Business of a Professional Corporation*, in *64 U. Chi. L. Rev.*, 1997, 1367.
- WISLEY, *The Use of Sinking Funds in Preferred Stock Issue*, in *The Journal of Finance*, 1947, 31.
- YANES, *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, Madrid, 2004.
- ZANARDO, sub art. 132 t.u.f., in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, III, Torino, 2009.
- ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da Schlesinger e diretto da F. Busnelli, tomo 1, Milano, 2010.

## INDICE DELLA GIURISPRUDENZA

### ITALIA

#### *Corte di Cassazione*

- Cass., 21 aprile 1983, in *Dir. fall.*, II, 1983, 659.  
Cass., 9 novembre 1993, n. 11507, in *Foro it.*, I, 1994, 1456.  
Cass., 16 aprile 1994, n. 3609, in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1996, 161 e in *Giur. comm.*, II, 1996, 217.  
Cass., 24 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. Comm.*, II, 1995, 478.  
Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. comm.*, II, 1996, 329.  
Cass., 1 aprile 1996, n. 3012, in *Società*, 1996, 1152 ss.  
Cass., 11 giugno 2003, n. 9353, in *Società*, 2004, 188.  
Cass., 12 dicembre 2005, n. 27387, in *Foro it.*, 2006, 3455.

#### *Corti d'Appello*

- App. Milano, 14 luglio 1982, in *Giur. Comm.*, II, 1983, 397 e in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1983, 400.

#### *Tribunali*

- Trib. Milano, 17 aprile 1982 (decr.), in *Giur. Comm.*, II, 1983, 397 e in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1983, 400.  
Trib. Genova, 3 gennaio 1986 (decr.), in *Società*, 1986, 411.  
Trib. Milano, 14 luglio 1988 (decr.), in *Società*, 1989, 32 e in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 1991, 106.  
Trib. Milano, 23 aprile 1990, in *Foro it.*, I, 1991, 920.  
Trib. Milano, 18 gennaio 1999, in *Giur. it.*, 1999, 2112.  
Trib. Lucca 11 gennaio 2005, in *www.iudicium.it*.  
Trib. Milano, 24 maggio 2007, in *Giur. it.*, 2008, 1433.  
Trib. Perugia, 29 febbraio 2008, in *Società*, 2010, 221 e in *Giur. comm.*, II, 2010, 304.  
Trib. Milano, 25 marzo 2011, in corso di pubblicazione in *Giur. comm.*

#### *Giustizia arbitrale*

- Lodo arbitrale del 29 luglio 2008 (c.d. Lodo Mazzoni), in *Banca, borsa, tit. cred.*, II, 2009, 493.

## FRANCIA

*Cass. Comm.*, 16 novembre 2004, in *Rev. Sociétés*, 2005, 593.

*App. Rouen*, 8 febbraio 1974, in *Rev. Sociétés*, 1974, 507.

## STATI UNITI

*Vanden Bosch v. Michigan Trust Co.*, 35 Fed. (2d) 643 (C.C. A. 6th, 1929).

*Corbett v. McClintic-Marshall Corp.*, 151 A. 218, 221 (Del Ch. 1930).

*Campbell v. Grant Trust Saving Co.*, 182 N. E. 267 (Ind. App. 1932).

*Lewis v. H.P. Hood & Sons, Inc.*, 121 N.E. 2d 850 (Mass. 1954).

*Petty v. Penntecht Papers Inc.*, 347 A.2d 140 (Del. Ch. 1975).

*Baron v. Wolf*, No. 4972, 1976 WL 244 (Del. Ch. Jan 15, 1976).

*Grubb v. Bagley*, No. Civ. A. No. 13882-NC, 1998 WL 92224 (Del. Ch. 25 feb. 1998);