



Corso di laurea in Giurisprudenza

Cattedra di European Business Law

**Le azioni riscattabili e il diritto di recesso ad  
nutum**

Chiar.mo Prof. Nicola de Luca

---

RELATORE

Chiar.mo Prof. Vincenzo De Sensi

---

CORRELATORE

Claudio Chieffi  
Matricola 165803

---

CANDIDATO

ANNO ACCADEMICO 2024/2025



## LE AZIONI RISCATTABILI E IL DIRITTO DI RECESSO *AD NUTUM*

### INDICE

#### CAPITOLO PRIMO

##### *La disciplina europea del riscatto azionario, del recesso e profili di diritto comparato.*

1. Il riscatto azionario nella disciplina del diritto europeo.
2. Le condizioni per emettere azioni riscattabili.
3. Sovrapposizioni di disciplina fra *redeemable shares* e azioni riscattabili.
4. Esperienze estere di riscatto azionario: il caso degli Stati Uniti.
  - 4.1. Il caso della Spagna.
  - 4.2. Il caso del Regno Unito.

#### CAPITOLO SECONDO

##### *Il riscatto azionario in Italia.*

1. Le azioni riscattabili ai sensi dell'articolo 2437-*sexies*.
2. Introduzione in statuto della clausola di riscatto.
3. L'estensione della clausola di riscatto.
4. Il potere di riscatto: esercizio da parte della società.
5. Il potere di riscatto: esercizio da parte dei soci.
  - 5.1. Similitudini con le clausole di *drag along e bring along*.
  - 5.2. Similitudini con il caso di *squeeze out*.
6. Similitudini e differenze fra riscatto azionario ed esclusione del socio.
7. L'*exit* volontario: azioni incorporanti il diritto di recesso.
  - 7.1. Le azioni redimibili: problemi applicativi.
  - 7.2. Il riscatto nella disciplina dei limiti alla circolazione delle azioni.
  - 7.3. Le Clausole di *tag along*.
  - 7.4. Il diritto di *sell-out*.

## **CAPITOLO TERZO**

### ***La disciplina del riscatto azionario***

1. Il riscatto *ad nutum*.
2. Il principio di equa valorizzazione nel riscatto azionario.
  - 2.1. Equa valorizzazione in caso di *exit* forzato.
3. Equa valorizzazione in caso di exit volontario e divieto di patto leonino.
4. Il procedimento di liquidazione delle azioni riscattabili.
5. Riscatto da parte della società e principio di parità di trattamento.
  - 5.1. Il rinvio all'art. 2357-*bis*, c.c.

## INTRODUZIONE

Il presente lavoro analizza le azioni riscattabili e il diritto di recesso, intesi come due strumenti volti a garantire l'uscita, forzata o volontaria, del socio dalla compagine sociale. L'*exit* rivela tensioni tra esigenze di mantenimento del capitale sociale – e dunque di tutela degli interessi dei creditori –, necessità di finanziamento dell'impresa e tutela delle minoranze azionarie.

Il diritto societario ha posto, fino all'entrata in vigore della riforma del diritto societario del 2003, grande enfasi sulla stabilità del vincolo sociale e sulla funzione di garanzia che il capitale esercita a beneficio dei creditori. Tuttavia, la crescente esigenza di flessibilità degli investimenti azionari ha reso necessario interrogarsi su strumenti che consentano ai soci di disinvestire e alle società di modulare la propria struttura azionaria, al fine del raggiungimento dell'obiettivo imprenditoriale. In questo quadro, il riscatto e il recesso emergono come istituti perfettamente speculari: il primo attribuisce alla società o ai soci il potere di acquisto forzoso delle altrui partecipazioni, il secondo conferisce al socio la facoltà di uscire volontariamente dalla compagine sociale al verificarsi delle condizioni individuate dallo statuto e dalla legge.

L'elaborato prende le mosse dall'analisi del diritto europeo. La seconda direttiva del diritto societario, oggi trasfusa nella direttiva numero 1132 del 2017, individua le condizioni necessarie affinché le società per azioni possano procedere all'emissione di azioni riscattabili. La disciplina europea in materia di azioni riscattabili ha un duplice obiettivo: da un lato, tutelare i creditori sociali, garantendo che il riscatto non comprometta i loro interessi; dall'altro, evitare che tale strumento venga utilizzato per escludere dalla società, in modo arbitrario, soci non graditi al gruppo di controllo. In assenza di una precisa nozione di riscatto azionario derivante dalla direttiva, questo istituto può assumere forme molto diverse, oscillando tra un diritto potestativo della società al riacquisto delle partecipazioni del socio e un diritto *al* riscatto in capo al socio nei confronti dell'ente societario. L'assenza di una nozione europea di riscatto azionario ha favorito lo sviluppo di soluzioni differenziate negli ordinamenti nazionali, come dimostra il confronto comparato.

Negli Stati Uniti, e in particolare in Delaware, le *redeemable shares* sono disciplinate già dalla fine del 1800. Esse possono essere riscattate sia dalla società sia dal socio titolare delle azioni riscattabili, anche *ad nutum*. L'esperienza americana rivela un dato significativo: laddove il diritto di recesso non riveste un ruolo centrale, il riscatto diventa il principale strumento convenzionale di *exit* riconosciuto ai soci. Nel sistema giuridico del Delaware il diritto di recesso è marginale e trova applicazione esclusivamente in situazioni eccezionali, come ad esempio nelle operazioni di fusione, dove è previsto il c.d. *appraisal right*. Diversamente, le *redeemable shares*, rappresentano uno strumento contrattuale volto a bilanciare l'interesse dei soci a disinvestire con l'esigenza della società (e dei soci di controllo) di attrarre capitali senza essere diluiti permanentemente.

L'ordinamento spagnolo offre una soluzione diversa sia dal modello del Delaware, sia da quello presentato dalla direttiva europea. Il legislatore spagnolo ha ammesso l'emissione di azioni riscattabili soltanto nelle società quotate (*sociedades anónimas cotizadas*) e fino a un massimo del venticinque per cento del capitale sociale. Tuttavia, l'articolazione concreta delle clausole di riscatto è lasciata all'autonomia statutaria. Al contempo, il legislatore, discostandosi nuovamente dal dettato europeo in tema di riscatto azionario, ha introdotto un c.d. *periodo de carencia* di tre anni, che impedisce alla società di esercitare il riscatto prematuramente, al fine di tutelare gli interessi degli investitori.

Il ruolo di complementarità fra il riscatto azionario e il *derecho de separación*, che disciplina le cause di recesso legali e statutarie, è confermato anche dal legislatore spagnolo per quanto concerne l'*exit* libero: laddove non esiste un diritto di recesso *ad nutum*, le azioni riscattabili diventano lo strumento per garantire un diritto di uscita, almeno di carattere convenzionale. Nell'ordinamento spagnolo si richiede, inoltre, che le azioni riscattabili siano integralmente liberate al momento della sottoscrizione, diversamente da quanto accade in Italia. Tale scelta legislativa evita che il mancato adempimento del socio di liberare le azioni da lui sottoscritte impedisca l'esercizio del potere di riscatto altrui.

Anche nel Regno Unito, il *Companies Act* del 2006 disciplina espressamente le *redeemable shares*, riconoscendo tanto alla società quanto al socio la possibilità di esercitare il diritto di riscatto (o di essere riscattato). Il contesto è simile a quello statunitense, poiché il diritto inglese non prevede un recesso generalizzato. Di conseguenza, le azioni riscattabili

assolvono alla funzione di assicurare un diritto di *exit* agli azionisti, spesso utilizzato per attrarre investitori, ovvero per risolvere situazioni di stallo decisionale o difendersi da offerte pubbliche di acquisto ostili. L'assenza di limiti legali alla determinazione del prezzo di riscatto rafforza il ruolo dell'autonomia statutaria, ma rende al contempo impraticabile l'esercizio del riscatto qualora non siano individuati statutariamente i criteri per valutare le azioni.

Dall'analisi comparata emerge dunque una costante: la fattispecie delle azioni riscattabili è tanto più ampia quanto più debole è il diritto di recesso. Laddove quest'ultimo non sia previsto in forma generalizzata, il riscatto azionario diviene il principale strumento attraverso il quale il legislatore consente ai soci di uscire dalla società.

Il secondo capitolo si concentra sulla fattispecie delle azioni riscattabili e del diritto di recesso. L'articolo 2437-*sexies*, c.c. introdotto dalla riforma del 2003, riconosce la possibilità di emettere azioni riscattabili attribuendo alla società o ai soci il *potere* di riscattarle, previo l'inserimento di una clausola di riscatto nello statuto. La norma rinvia alle disposizioni dettate in materia di recesso per quanto riguarda la valutazione della partecipazione e il procedimento di liquidazione, mostrando la stretta connessione tra i due istituti. Vengono inoltre richiamate le regole in tema di acquisto di azioni proprie.

Il meccanismo del riscatto azionario sembra essere riconducibile alla figura civilistica del patto di opzione ai sensi dell'art. 1331, c.c. Risulta, inoltre, centrale all'interno della norma il *potere* di riscatto, il quale sembra fare riferimento alla categoria dei diritti potestativi. Il *potere* di riscatto può essere esercitato tanto dalla società quanto dai soci, e dunque è sorto il problema in dottrina se il potere enunciato dalla norma potesse essere esercitato solo dai soci diversi dai titolari di azioni riscattabili o anche da questi ultimi. Per ragioni letterali e sistematiche, sembra preferibile la prima opzione. La possibilità di configurare azioni incorporanti un diritto di *put* nei confronti della società (e dunque un diritto di recesso) o degli altri soci deve ricercarsi, invece, nel combinato disposto fra l'art. 2348, comma secondo, c.c. e l'art. 2437, comma quarto, c.c. Il potere di riscatto, poi è analizzato dalla prospettiva dei soggetti titolari di siffatta facoltà: la società e i soci.

Delineata la fattispecie delle azioni riscattabili si passa ad analizzare il problema, affrontato dalla dottrina, giurisprudenza di merito e dagli orientamenti notarili, delle

maggioranze necessarie per introdurre *durante societate* una clausola di riscatto all'interno dello statuto.

Sono poi oggetto di trattazione alcuni istituti, sia tipici, come il diritto di *squeeze out*, che atipici, come i patti di trascinamento, che ricalcano la fattispecie del riscatto azionario.

Successivamente si analizza l'*exit* volontario del socio dalla compagine sociale. L'istituto volto a garantire un'uscita volontaria dalla società è il diritto di recesso di cui all'art. 2437, c.c. A seguito della riforma del 2003, il diritto di recesso ha cambiato totalmente fisionomia, dato che, da un lato sono aumentate le cause legali di recesso, e dall'altro è stata ammessa la possibilità per gli statuti di introdurre ulteriori cause di recesso, e, infine, sono stati modificati i criteri di valutazione delle azioni oggetto di recesso (introducendo il c.d. principio di equa valorizzazione).

Risulta centrale, nella trattazione del diritto di recesso, la sentenza n. 2629 del 2024 della Suprema Corte di Cassazione la quale ha ritenuto ammissibile l'inserimento di una clausola statutaria di recesso libero anche in una società costituita a tempo determinato. La Corte nella motivazione dichiara che uno dei pilastri della riforma del diritto societario è stato quello di aumentare la competitività delle imprese, ritenendo l'estensione delle cause di recesso uno degli strumenti utilizzati per raggiungere tale obiettivo. Infatti sembrerebbe che la propensione all'investimento tenda ad aumentare, quando l'investitore abbia la certezza di poter dismettere agevolmente la propria partecipazione azionaria. Pertanto una delle conseguenze della nuova disciplina è quella per cui il diritto di recesso non è più inteso esclusivamente come strumento di reazione della minoranza alle scelte non condivise assunte dalla maggioranza, ma più in generale come istituto che, accanto all'alienazione della partecipazione, rende più agevole la liquidazione del proprio pacchetto azionario, indipendentemente dalle decisioni assunte dalla maggioranza.

Viene poi dimostrata l'ammissibilità nel nostro ordinamento delle azioni incorporanti un diritto di recesso (le c.d. azioni redimibili o riscattande). Tale conclusione deriva dal combinato disposto fra l'art. 2348, comma secondo, c.c., il quale enuncia il principio di atipicità delle categorie azionarie, e l'art. 2437, comma quarto, c.c., che sancisce la facoltà di prevedere ulteriori cause di recesso per gli statuti di società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. In seguito vengono analizzati i problemi applicativi legati

alle azioni redimibili. Sono poi enunciati alcuni esempi, esplicitamente tipizzati dal legislatore, in cui si viene a configurare un riscatto obbligatorio.

Il terzo capitolo si focalizza sulla disciplina delle azioni riscattabili. Si analizza, innanzitutto, la possibilità di emettere azioni riscattabili per le quali il potere di riscatto possa essere esercitato liberamente (cioè *ad nutum*). Successivamente si analizza in che misura, gli artt. 2437-ter, c.c. e 2437-quater, c.c., risultino applicabili alle azioni riscattabili. È poi oggetto di analisi la possibilità di applicare analogicamente la disciplina dell'equa valorizzazione ai casi atipici di uscita forzata del socio dalla compagine sociale.

Poi sono oggetto di trattazione i criteri di valutazione delle azioni redimibili e del limite del divieto del patto leonino ai sensi dell'art. 2265, c.c.

Il lavoro si conclude con l'analisi degli artt. 2355 e 2355-bis, c.c., richiamati dall'art. 2437-sexies, c.c., ed applicabili ai casi in cui sia la società a riscattare le azioni. In particolare, l'analisi si concentra, in primo luogo, sui contenuti dell'autorizzazione assembleare richiesta per procedere all'esecuzione del riscatto azionario, con attenzione al coordinamento fra l'articolo 2437-quater, comma quinto, c.c., e l'articolo 2357, comma terzo, c.c., in relazione al limite quantitativo massimo di azioni proprie acquistabili da parte di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. In secondo luogo si analizza l'applicabilità del principio di parità di trattamento enunciato dall'art. 85 della direttiva 1132/2017 al riscatto azionario.

## INTRODUCTION

This dissertation analyzes redeemable shares and withdrawal right, understood as two instruments designed to ensure the forced or voluntary exit of a shareholder from the company. Exit reveals tensions between the need to maintain share capital — and therefore protect creditors' interests—, the need to finance the company, and the protection of minority shareholders. Until the 2003 corporate law reform came into force, corporate law placed great emphasis, on one side on the stability of the corporate bond between the company and its shareholders, and on the other hand on guaranteeing the function that capital provides to the creditors interests. However, the growing need for flexibility in equity investments has requested the exploration of instruments that allow shareholders to leave the corporation (“exit”) and companies to modulate their shareholding structure, in order to achieve their business purpose. In this context, redemption and withdrawal emerge as opposite legal instruments: the former grants the company or its shareholders the power to forcefully purchase other shareholders' shares, while the latter grants shareholders the right to voluntarily leave the company upon the occurrence of the conditions – if provided for – in the company's statute of incorporation.

The dissertation begins with an analysis of European law. The Second Company Law Directive, now incorporated into Directive 1132/2017, identifies the conditions necessary for joint stock companies to issue redeemable shares. European legislation on redeemable shares has a dual objective: on the one hand, to protect company creditors by ensuring that redemption does not compromise their interests; on the other, to prevent this instrument from being used to arbitrarily exclude shareholders unwelcome to the controlling group. In the absence of a precise definition of share redemption, the latter can take many different forms, ranging from a company's potestative right to repurchase a shareholder's shares to a shareholder's right to sell back its shares to the corporation. The lack of a European definition of share redemption has favored the development of different solutions in national legal systems, as demonstrated by this comparative analysis.

In the United States, and particularly in Delaware, redeemable shares have been regulated since the late 1800s. They can be redeemed either by the company or by the shareholder holding the redeemable shares, even *ad nutum*. The Delaware experience reveals

a significant fact: where the right of withdrawal does not play a central role, redemption becomes the primary conventional exit instrument granted to shareholders. In Delaware, withdrawal is marginal and applies in exceptional situations, such as mergers, with the so-called appraisal right. Redeemable shares, on the other hand, are normally used as clauses capable of reconciling the shareholders' interest in divesting with the company's interest in attracting capital without permanent constraints.

The Spanish legal system offers a solution different from both the Delaware model and the one proposed by the European directive. The Spanish legislator has permitted the issuance of redeemable shares only in listed companies (*sociedades anonimas cotizadas*) and up to a maximum of twenty-five percent of the share capital. However, the specific structure of the redemption clauses is left to the statutory provisions. At the same time, the legislator, once again departing from the European provisions on share redemption, has introduced a so-called three-year *periodo de carencia*, which prevents the company from exercising the right of redemption prematurely, in order to protect investors' interests.

The complementary nature of share redemption and the right of separation, which governs legal and statutory reasons for withdrawal, is also confirmed by Spanish law with regard to free voluntary exit: where there is no right of withdrawal *ad nutum*, redeemable shares become the instrument for guaranteeing a right of exit, at least of a contractual nature.

Spanish law also requires redeemable shares to be fully paid up at the time of subscription, unlike in Italy. This provision prevents a shareholder's failure to redeem his or her shares from impeding the exercise of another's right of redemption.

In the United Kingdom, the Companies Act of 2006 also expressly regulates redeemable shares, granting both the company and the shareholder the right to redeem (or be redeemed). The context is similar to the US, as English law does not provide for a general right of withdrawal. Consequently, redeemable shares serve the purpose of ensuring an exit right for shareholders, often used to attract investors, resolve decision-making deadlocks, or defend against hostile takeover bids. The absence of legal limits on determining the redemption price strengthens the role of statutory autonomy, but at the same time makes the exercise of redemption impracticable if the bylaws do not identify the criteria for valuing the shares.

The comparative analysis thus reveals a constant: the weaker the right of withdrawal, the broader the scope of redeemable shares. Where the latter is not provided for in a generalized manner, share redemption becomes the primary instrument through which the legislator allows shareholders to exit the company.

The second chapter focuses on share redemption. Article 2437-sexies of the Italian Civil Code, introduced by the 2003 reform, recognizes the possibility of issuing redeemable shares by granting the company or shareholders the power to redeem them, subject to the inclusion of a redemption clause in the statute. The provision recalls the rules governing withdrawal with regard to the valuation of shares and the liquidation process, demonstrating the close connection between the two legal instruments. The rules governing the purchase of treasury shares are also referenced.

The share redemption mechanism appears to be related to the civil law concept of the option agreement pursuant to Article 1331 of the Italian Civil Code. Furthermore, the power of redemption, which appears to refer to the category of potestative rights, is central to the provision. Both the company and the shareholders can exercise the power of redemption, and thus the question arose between legal scholars as to whether the power set forth in the provision could be exercised only by shareholders other than the holders of redeemable shares, or also by the latter. For literal and systematic reasons, the first option seems preferable. The possibility of configuring shares incorporating a put option against the company (and therefore a right of withdrawal) or against other shareholders must instead be sought in the combined provisions of Article 2348, second paragraph, of the Italian Civil Code, and Article 2437, fourth paragraph, of the Italian Civil Code. The power of redemption is then analyzed from the perspective of the entities entitled to the right of redemption: the company itself and the shareholders.

Having outlined the case of redeemable shares, we move on to analyze the problem, addressed by legal theory, case law, and notarial guidance, of the majorities required to introduce a redemption clause into the bylaws during the company's existence.

The discussion then covers several institutions, both typical, such as the squeeze-out right, which mimics the practice of share redemption, and atypical, such as drag-along agreements.

Then, the voluntary exit of a shareholder from the company is analyzed. The legal mechanism aimed at ensuring a voluntary exit from the company is the right of withdrawal pursuant to art. 2437 of the Italian Civil Code. Following the 2003 reform, the right of withdrawal has completely changed its nature. On the one hand, the legal grounds for withdrawal have increased, on the other, the possibility for the bylaws to introduce additional grounds for withdrawal has been allowed, and, furthermore, the valuation criteria for the shares subject to withdrawal have been modified (the so-called principle of fair valuation).

Central to the discussion of the right of withdrawal is ruling no. 2629 of 2024, the Supreme Court of Cassation, which held that a free withdrawal clause was admissible even in a company with a fixed-term. In its reasoning, the Court stated that one of the cornerstones of corporate law reform was to facilitate the competitiveness of companies, considering the extension of the grounds for withdrawal one of the tools used to achieve this objective. Indeed, it would appear that the tendency to invest increases the more certain the investor is of the possibility of a rapid exit from the company. Therefore, one of the consequences of the new regulation is that the right of withdrawal is no longer understood exclusively as a means for the minority to react to decisions not shared by the majority, but more generally as an instrument that, alongside the sale of the shareholding, facilitates the liquidation of one's shareholding..

The admissibility of shares incorporating a right of withdrawal under our legal system—although not expressly defined—is then demonstrated. This conclusion arises from the combined provisions of Article 2348, second paragraph, of the Italian Civil Code, which establishes the principle of atypicality of share categories, and Article 2437, fourth paragraph, of the Italian Civil Code, which establishes the option to provide for additional causes of withdrawal in the bylaws of joint-stock companies that do not resort to the venture capital market.

Subsequently the work focus on application issues related to redeemable shares, in particular, the entities that may be required to purchase redeemable shares, the possibility of issuing redeemable shares *ad nutum*, the applicability of the share valuation criteria established regarding withdrawal, and the prohibition of *leonine* agreements. Finally, the focus shifts towards the specific obligation for holders of redeemable shares. Then are

provided a few examples, explicitly defined by the legislator, in which a mandatory redemption occurs.

The third chapter focuses on the regulation of redeemable shares. It first examines whether it is possible to issue redeemable shares for which the holder of the redemption power can exercise it freely.

Then, the reference made by Article 2437-sexies of the Italian Civil Code to Articles 2437-ter and 2437-quater is analyzed. This raises the question of whether, and to what extent, the rules governing fair valuation and the liquidation procedure in the event of withdrawal (*recesso*) can be applied to the different context of redeemable shares.

In the case of forced exit, when the company or the other shareholders exercise the right of redemption, the provisions of Article 2437-ter of the Italian Civil Code ensure that the expropriated shareholder does not suffer any expropriation from the controlling shareholders. The possibility of analogously applying the fair valuation rules to atypical cases of forced exit of a shareholder from the company is then analyzed.

Later on, the evaluation criteria for redeemable shares and the limits of the prohibition of the leonine pact (*patto leonino*) pursuant to Article 2265 of the Italian Civil Code are examined.

The thesis concludes with an analysis of Articles 2355 and 2355-bis of the Italian Civil Code, referenced in Article 2437-sexies of the Italian Civil Code, and applicable to cases in which the company redeems the shares. In particular, the paper focuses primarily on the contents of the shareholders' meeting authorization required to execute the share redemption, with particular attention to the coordination between Article 2437-quater, paragraph five, of the Italian Civil Code, and Article 2357, paragraph three, of the Italian Civil Code, in relation to the limit on the purchase of own shares imposed on companies that resort to the venture capital market. Secondly, the focus is set on the applicability of the principle of equal treatment set out in Article 85 of Directive 1132/2017 to share redemptions.

## CAPITOLO PRIMO

### *La disciplina europea del riscatto azionario, del recesso e profili di diritto comparato.*

SOMMARIO: 1. Il riscatto azionario nella disciplina del diritto europeo. – 2. Le condizioni per emettere azioni riscattabili. - 3. Sovrapposizioni di disciplina fra *redeemable shares* e azioni riscattabili. – 4. Esperienze estere di riscatto azionario: il caso degli Stati Uniti. - 4.1. Il caso della Spagna. - 4.2. Il caso del Regno Unito.

#### **1. Il riscatto azionario nella disciplina del diritto europeo.**

Il riscatto azionario è stato disciplinato, come istituto di valenza generale<sup>1</sup>, in sede europea, dall'art. 39 della seconda direttiva del 13 dicembre 1976, la quale si era posta l'obiettivo, da un lato, di coordinare le garanzie richieste dagli Stati membri per quanto concerne la costituzione di società per azioni; e, dall'altro lato, di uniformare le regole degli Stati membri in tema di salvaguardia del capitale sociale in operazioni di modifica del capitale<sup>2</sup>.

La disciplina europea, invero, non definisce l'istituto del riscatto azionario, ma si preoccupa esclusivamente di indicare le condizioni alle quali gli Stati membri debbono sottostare qualora volessero introdurre l'istituto delle azioni riscattabili - o meglio, del riscatto azionario - all'interno dei propri ordinamenti giuridici.

In assenza di una nozione di azioni riscattabili (o di riscatto azionario) si pone il problema di verificare l'ampiezza della fattispecie dell'istituto in questione. La dottrina che si è occupata del tema ammette che il legislatore europeo si riferisca tanto alle azioni che incorporano un diritto<sup>3</sup> di riscatto da parte della società (una sorta di *call option* a favore della società da esercitare sulle azioni riscattabili), quanto a titoli che incorporino un diritto *al*

---

<sup>1</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 11

<sup>2</sup> SANTA MARIA, *diritto commerciale europeo*, 212.

<sup>3</sup> PEDERZINI (a cura di), *percorsi di diritto societario europeo*, 62; VITALI, *Le azioni riscattabili*, 13; SANTA MARIA, *Diritto commerciale europeo*, 212.

riscatto in capo al socio titolare di azioni riscattabili<sup>4</sup>. In altri termini, il riscatto azionario in sede europea, è un istituto che ricomprende, da un lato il diritto potestativo della società all'acquisto dei titoli riscattabili, e dall'altro il diritto del socio ad essere liquidato dalla società (diritto *al* riscatto)<sup>5</sup>.

Quanto appena affermato si basa su due diverse considerazioni: una di carattere letterale, l'altra di tipo sistematico. Infatti, partendo dal dato letterale, il legislatore europeo non si preoccupa di definire in un senso o nell'altro il fenomeno del riscatto azionario, ma semplicemente enuncia, come già anticipato, le condizioni richieste affinché le società per azioni degli Stati membri possano procedere all'emissione di tali azioni. Pertanto non è possibile, sulla base del solo dato letterale, identificare il riscatto azionario esclusivamente come opzione di vendita a favore dei soci titolari di azioni riscattabili, o come opzione di acquisto in capo alla società.

Il dato sistematico, invece, si basa sugli obiettivi perseguiti dalla seconda direttiva, la quale uniforma le regole riguardanti la formazione e il mantenimento del capitale sociale delle società per azioni (prevede, cioè, uno standard minimo di tutela per i creditori sociali). In particolare, la sezione quinta, ove è ubicata la disposizione concernente le azioni riscattabili, si occupa del mantenimento del capitale sociale, descrivendo regole volte alla tutela dei creditori sociali, rispetto ad operazioni, come per esempio il riscatto di azioni, che potrebbero danneggiarli andando ad erodere il capitale della società.

Da quanto appena affermato si può dedurre che la direttiva si occupi di tutelare i creditori, sia nel momento in cui l'ente societario *decida* di ritirare alcune azioni (quindi con un riscatto azionario che può essere ricondotto ad un'opzione *call* a favore della società), sia nel momento (e a maggior ragione) in cui la società sia *costretta* ad acquistare gli altrui titoli

---

<sup>4</sup> RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario. Unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along*, in *Giur. Comm.*, 2012, 1055, *ivi* 1066. Sembra aderire all'orientamento per cui la seconda direttiva disciplini sia il diritto di riscatto, sia il diritto al riscatto, anche DE SANTIS, *Le operazioni sul capitale sociale delle società per azioni*, in *Lezioni di diritto commerciale comunitario*, (a cura di) Nuzzo e Cassottana, Giappichelli, Torino, 2006, 87.

<sup>5</sup> VILLACORTA HERNANDEZ, *Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)*, 2011, 184. Della stessa idea anche BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.P.A.*, Tesi di dottorato di ricerca, in *Diritto commerciale interno ed internazionale*, ciclo XXIV, 2011, 32 nota n. 142.

azionari. Per le motivazioni appena esposte si ritiene che il riscatto in ambito europeo faccia riferimento sia al caso del diritto di riscatto a favore della società, sia del diritto *al* riscatto in capo al titolare di azioni riscattabili.

Il legislatore europeo si preoccupa di disciplinare una fattispecie in cui, da lato attivo, o dal lato passivo, figure l'ente societario, risultando al di fuori dello spettro delineato dalla normativa europea il caso in cui sia il socio a procedere al riscatto di azioni. L'interpretazione appena fornita pare essere confermata dalla previsione di obblighi di pubblicità per quanto riguarda l'esercizio del riscatto di azioni, essendo la pubblicità legale uno strumento finalizzato a rendere edotti i terzi rispetto a operazioni riguardanti la società che li potrebbero interessare. Se così non fosse, e quindi se si estendesse il campo di applicazione della direttiva anche a casi di riscatto da parte dei soci, sarebbero inutili tutte le cautele riguardanti sia il capitale, sia l'onere pubblicitario nel registro delle imprese che rende noto l'avvenuto esercizio del riscatto.

È peraltro utile delimitare fin da subito, per evitare confusione nel prosieguo del lavoro, il campo di applicazione della disciplina europea, al fine di comprendere sotto quali punti di vista il legislatore italiano ed i giudici, nell'interpretazione delle norme, siano vincolati dalla normativa sovranazionale e dove, invece, siano liberi rispettivamente di disciplinare ed interpretare il riscatto in modo indipendente ed autonomo rispetto alle regole europee.<sup>6</sup>

In primo luogo la disciplina in analisi risulta applicabile esclusivamente alle società per azioni (art. 1, comma primo, dir. 1132/2017)<sup>7</sup>. In secondo luogo, invece, in seguito alle considerazioni proposte sopra, traspare come per il legislatore europeo sia irrilevante se il potere o l'obbligo di riscatto gravi su soggetti diversi dalla società, come per esempio fra il titolare di azioni riscattabili ed un socio, oppure qualora a riscattare sia un terzo non socio. Ciò non riguarda in nessun caso la disciplina relativa al capitale sociale, elemento centrale della direttiva analizzata. Inoltre il riscatto azionario disciplinato in sede europea riguarda soltanto le clausole statutarie, essendo, dunque, al di fuori del campo di applicazione della direttiva, le clausole di riscatto pattuite fra i soci in accordi parasociali.

---

<sup>6</sup> PISTOCCHI, *Le azioni riscattabili e fondi propri*, 99.

<sup>7</sup> ASSONIME, in *Riv. Soc.*, 1977, 724 s.

Per quanto concerne la delimitazione della fattispecie del riscatto disciplinato in sede europea la dottrina ha proposto soluzioni differenti. Un primo orientamento sostiene l'idea per cui si trovi al di fuori dell'ambito della disciplina europea la fattispecie in cui la società riscatti le azioni con riserve presenti all'interno del patrimonio sociale, e senza, dunque, intaccare il capitale della società. Questa seconda considerazione prende infatti le mosse dall'osservazione che la legislazione euro unitaria si preoccupa del caso in cui al riscatto da parte della società consegua la riduzione del capitale sociale attraverso l'annullamento delle azioni riscattate. Dato che una siffatta evenienza avrebbe effetti pregiudizievoli nei confronti dei creditori, la direttiva, in particolare alla lett. *e* dell'art. 82, prevede il rimedio della creazione di una riserva non distribuibile agli azionisti con un valore pari alle azioni sulle quali si voglia esercitare il riscatto, oltre all'obbligo di iscrizione del riscatto (con riduzione del capitale) nel registro delle imprese (in conformità alla lett. *h*) della medesima direttiva.

Da queste preliminari osservazioni, tale orientamento dottrinale deduce una serie di corollari: il primo è che le regole previste dall'art. 82 della direttiva 1132 del 2017 in tema di riscatto azionario vincolano il legislatore italiano solo nei casi in cui ad effettuare o ad essere obbligata ad esercitare il riscatto sia la società; ed il secondo è che tale disciplina risulta applicabile esclusivamente nel caso in cui il riscatto comporti l'annullamento dei titoli riscattati, con successiva riduzione del capitale sociale<sup>8</sup>.

Dunque, qualora lo *scopo* del riscatto azionario sia quello di distribuire con riduzione il capitale sociale, si applicheranno le norme previste dall'articolo 2357-*bis*, primo comma, c.c. La disposizione disciplina un caso di riduzione del capitale sociale, e prevede che tale operazione possa essere eseguita attraverso il riscatto dei titoli; quindi, prima viene deliberata la riduzione del capitale, ed il riscatto si configura come una modalità idonea per eseguire tale delibera. Diversa è invece la fattispecie in cui la distribuzione con riduzione del capitale sociale sia l'*effetto* del riscatto di azioni. In questa evenienza sarà applicabile la disciplina prevista dall'art. 82 della direttiva 1132/2017. Infatti, il procedimento logico è inverso: la società decide di riscattare le azioni per annullarle e dunque il riscatto di azioni è la causa che comporta l'annullamento delle azioni e la conseguente riduzione del capitale sociale.

---

<sup>8</sup> PISTOCCHI, *Le azioni riscattabili e fondi propri*, 100. *Contra*: PRESTI, *La clausola di "riscatto" nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1983, 397, *ivi* 398, nota n. 2.

Qualora, invece, il riscatto non comporti una riduzione del capitale sociale, ma la società tragga le risorse per procedere al riscatto in conformità a quanto previsto da l'art. 2357 del codice civile (e quindi nei limiti delle riserve disponibili e degli utili distribuibili), la norma da applicare sarà quella dell'articolo 2437-*seixes*, c.c., con tutti i rinvii che lì vengono effettuati.<sup>9</sup>

Un'altra parte della dottrina che si è occupata del problema, invece, interpreta la norma di matrice comunitaria in maniera differente. Tale orientamento si basa sulla differenza fra l'art. 36 e 39<sup>10</sup> della seconda direttiva del diritto societario: infatti la prima norma disciplina il caso di riscatto azionario finalizzato alla riduzione del capitale sociale, mentre la seconda, cioè l'art. 39, introduce una forma di riscatto non finalizzata ad alcuna operazione di riduzione del capitale.<sup>11</sup>

La seconda tesi sembra essere avvalorata, oltre che dalla rubrica dell'art. 82 (che non menziona la riduzione del capitale), anche dalla condizione d) dell'articolo in analisi, la quale richiede che il riscatto azionario venga effettuato o con riserve disponibili da bilancio, ovvero con i proventi derivanti da un aumento di capitale finalizzato a finanziare il riscatto azionario. Da quanto appena affermato si può concludere che la norma ammette il riscatto a patto che ciò non influisca negativamente sul capitale sociale. In altri termini, il riscatto potrà essere esercitato se e solo se vi siano riserve disponibili o utili distribuibili in bilancio per una somma almeno pari al valore delle azioni da riscattare. Se si volesse procedere all'annullamento dei titoli riscattati (riducendo, quindi, il capitale sociale) la norma applicabile sarebbe l'art. 79, e non l'art. 82 della direttiva.

Si può ora passare ad analizzare in modo più approfondito le condizioni che il legislatore europeo richiede agli stati membri qualora volessero introdurre l'istituto del riscatto azionario (non finalizzato alla riduzione del capitale sociale) all'interno dei rispettivi ordinamenti di diritto societario.

---

<sup>9</sup> PISTOCCHI, *Le azioni riscattabili e fondi propri*, 108.

<sup>10</sup> Ora, rispettivamente, artt. 79 e 82, direttiva 1132/2017.

<sup>11</sup> PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. Soc.*, 1982, 763, spec. 771; CALVOSA, *Sulle cc. dd. Clausole di riscatto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, 115, spec. 128.

## 2. Le condizioni per emettere azioni riscattabili.

La direttiva in esame è indirizzata ai legislatori nazionali, i quali debbono conformarsi a quanto previsto in sede europea. L'art. 39 della seconda direttiva (ora art. 82, dir. 1132/2017) prevede che la società per procedere al riscatto azionario debba previamente inserire una clausola di riscatto che indichi le condizioni e le modalità di esercizio di tale potere. Il legislatore europeo si preoccupa solo del caso in cui a riscattare sia la società, ed il potere di riscatto sia previsto dallo statuto. La norma non disciplina, invece, il caso in cui la clausola di riscatto sia contenuta all'interno di patti esterni allo statuto, che quindi obbligano i soci e non incidono sulle partecipazioni societarie oggettivamente intese. In altri termini, l'emissione di azioni caratterizzate dal diritto al riscatto ovvero dalla soggezione all'altrui potere di riscatto, è legittimata dalla presenza di una clausola *ad hoc* nello statuto o nell'atto costitutivo.

Da quanto precede si può dedurre, in primo luogo, che l'introduzione della clausola potrà sicuramente avvenire in sede costitutiva. In secondo luogo, invece, se si volesse introdurre tale clausola in un momento successivo, questa potrebbe gravare esclusivamente su azioni di nuova emissione (e quindi l'introduzione potrà avvenire con i normali *quorum* previsti per le delibere di aumento del capitale). A tale proposito la *ratio* della norma parrebbe rispettata, anche nel caso in cui la riscattabilità di alcuni titoli venisse introdotta in statuto in un momento successivo all'atto costitutivo tramite conversione di parte delle azioni già sottoscritte, ma solo se ciò avvenisse con il consenso di tutti i soci (o almeno con il consenso dei soci le cui azioni siano oggetto di conversione forzata)<sup>12</sup>.

La seconda direttiva, richiede però di rispettare alcune condizioni minime in relazione all'emissione di azioni riscattabili, in particolare: possono essere riscattate le azioni emesse successivamente all'introduzione statutaria della clausola di riscatto, ed è necessaria, per poter esercitare il potere di riscatto, che le azioni siano state integralmente liberate.

La normativa europea dispone, poi, che le condizioni e le modalità del riscatto siano stabilite dallo statuto o dall'atto costitutivo. A tale proposito la dottrina discute sul significato

---

<sup>12</sup> MALIMPENSA, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in riv. *Dir. Soc.*, 2011, 655, ivi 661. Della stessa idea è anche DE LUCA, *Vengo anch'io, non tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinamento*, in *An. Giur. Econ.*, 2021, 329, ivi 341.

da attribuire a tale norma. Vi è chi ha interpretato la lettera c) della direttiva in esame come le condizioni necessarie per l'introduzione o per l'attuazione del riscatto di azioni (per esempio la consistenza patrimoniale per procedere al riscatto di azioni ovvero il previo inserimento statutario della clausola rispetto all'emissione di titoli riscattabili).<sup>13</sup> La dottrina maggioritaria, però, ritiene che il richiamo alle "condizioni" di riscatto effettuato dall'art. 82, lett. c) imponga agli statuti degli stati membri di prevedere delle condizioni (intesi in senso tecnico, cioè come evento futuro ed incerto) al verificarsi delle quali sorga il diritto di riscattare le partecipazioni<sup>14</sup>. In altri termini, sembrerebbe che il legislatore europeo non ammetta clausole di riscatto c.d. *ad nutum*<sup>15</sup>.

La direttiva richiede poi che il riscatto azionario sia esercitato con somme distribuibili ai sensi dell'art. 56, o con i proventi di una nuova emissione di azioni propedeutica a finanziare il riscatto. La norma in esame prevede che il riscatto possa avvenire esclusivamente con risorse disponibili all'interno del bilancio, ovvero con i proventi derivanti dall'emissione delle azioni riscattabili. Questa condizione ha una notevole valenza interpretativa in quanto, prevede che per procedere al riscatto di azioni si debbano usare risorse finanziarie disponibili in bilancio, escludendo che il riscatto possa comportare una riduzione del capitale sociale.

La lett. e) impone che un importo pari al valore nominale, o in mancanza, al valore contabile di tutte le azioni riscattate, sia incorporato all'interno di riserve non distribuibili, tranne nel caso di riduzione del capitale sottoscritto: tale riserva potrà essere utilizzata solo per aumentare il capitale mediante incorporazione di riserve.

La lett. f) chiarisce che la norma precedente non si applichi, qualora il riscatto sia avvenuto mediante i proventi di una nuova emissione effettuata ai fini di tale riscatto.

---

<sup>13</sup> Massima n. 87 del 2024, Consiglio Notarile dei distretti riuniti di Firenze, Prato e Pistoia; della stessa idea anche MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Ipsoa, 2004, 111.

<sup>14</sup> DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 386, *ivi* 396. L'A. sostiene che la mancanza di una condizione comporterebbe la clausola statutaria nulla per mancanza della causa.

<sup>15</sup> BENUSSI, *Considerazioni in ordine all'estromissione forzata del socio nelle società di capitali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Zanarone*, a cura di Benazzo, Cera e Patriarca, 2011, 84, nota n. 64.

Le lett. e) ed f), prevedono, in primo luogo che si debba incorporare all'interno di riserve non disponibili somme pari al valore delle azioni riscattabili e che a tale regola si possa derogare soltanto qualora le somme richieste per il riscatto provengano da un aumento di capitale finalizzato al finanziamento del riscatto azionario.

La norma europea dispone poi che quando, in seguito al riscatto, sia previsto il versamento di un premio agli azionisti, tale premio possa essere prelevato soltanto dalle somme distribuibili in conformità dell'articolo 56, paragrafi da 1 a 4, o da una riserva diversa da quella di cui alla lettera e) del presente articolo che non può essere distribuita agli azionisti, tranne in caso di riduzione del capitale sottoscritto; questa riserva può essere utilizzata solo per aumentare il capitale sottoscritto mediante incorporazione di riserve, per coprire le spese di cui all'articolo 4, lettera j), o quelle delle emissioni di azioni o di obbligazioni o per effettuare il versamento di un premio a favore dei detentori delle azioni o delle obbligazioni da riscattare; (h) il riscatto è oggetto di pubblicità effettuata secondo le regole previste da ciascuno stato membro, in conformità dell'art. 16.

L'ultima parte dell'art. 82 predispone che le società comunichino al registro delle imprese l'avvenuto riscatto azionario. Tale richiesta è coerente con la *ratio* generale della direttiva che è quella di tutelare i creditori sociali. In questo caso, sia che la società sia obbligata ad acquistare le altrui azioni, sia che decida di esercitare la sua opzione di acquisto, tale operazione dovrà essere resa nota ai creditori (o ai terzi in generale) tramite un'apposita iscrizione presso il registro delle imprese.<sup>16</sup>

Infine l'articolo 85, dir. 1132/2017, che risulta applicabile al riscatto azionario, enuncia il principio di parità di trattamento degli azionisti che si trovino nelle medesime condizioni. Tale norma, dispone che se più azionisti hanno sottoscritto o acquistato azioni riscattabili, la società dovrà riscattarle seguendo il principio di parità di trattamento, e quindi ritirando le azioni in maniera proporzionale rispetto alla partecipazione dei titolari.

### **3. Sovrapposizioni di disciplina fra le *redeemable shares* e azioni riscattabili.**

---

<sup>16</sup> DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 2006, 397. L'A. però riconosce che tale disposizione non sia stata oggetto di recepimento all'interno dell'ordinamento italiano.

La disciplina codicistica delle azioni riscattabili sarà oggetto di più compiuta analisi nel prosieguo, ma in questa sede è opportuno rilevare le differenze e le analogie fra le c.d. *redeemable shares* disciplinate dalla direttiva 1132/2017 e le azioni riscattabili, disciplinate dal legislatore italiano con la riforma del diritto societario del 2003, all'art. 2437-*sexies*, c.c.

La disposizione codicistica e quella europea hanno in comune il fatto di trattare il riscatto non come strumento prodromico ad un'altra operazione (come accade nell'articolo 2357-*bis*, c.c., il quale disciplina il riscatto come istituto finalizzato alla riduzione del capitale sociale, ed è stato infatti definito come “riscatto finalizzato alla riduzione del capitale”)<sup>17</sup>, ma come istituto di valenza generale<sup>18</sup>. Diverse, però, sono le differenze fra le disposizioni: infatti, la dottrina ha notato come il recepimento della disposizione europea all'interno dell'art. 2437-*sexies*, c.c. sia stata solo parziale<sup>19</sup>, e di conseguenza il riscatto azionario disciplinato dal codice civile, sia sotto alcuni aspetti più esteso, e sotto altri più ristretto, rispetto a quello disciplinato dalla normativa europea.

La prima differenza è rinvenibile nei soggetti titolari del potere (o obbligo) di riscatto. Infatti, partendo dall'analisi della disciplina contenuta all'interno della direttiva, il legislatore europeo si preoccupa soltanto del caso in cui a riscattare, o ad essere obbligato a riscattare, sia la società. Il legislatore italiano invece amplia la categoria di soggetti titolari del potere di riscatto, includendovi anche i soci.

Da un altro punto di vista, invece, l'istituto tipizzato in sede europea sarebbe più esteso di quello previsto dal legislatore italiano. Infatti il legislatore europeo intende disciplinare il riscatto azionario sia come opzione di acquisto a favore della società, sia come opzione di vendita a favore dei titolari delle azioni riscattabili. Dunque, in sede europea, il riscatto azionario è stato tipizzato sia come potere di riscatto della società, sia come diritto *al* riscatto da parte dei soci titolari di azioni riscattabili. L'istituto previsto dall'articolo 2437-*sexies*, c.c. è invece limitato ai casi in cui ad esercitare il potere di riscatto sia la società o i soci diversi dai titolari di azioni riscattabili, non ammettendo, come invece pare possibile dalla lettura della norma europea, il fenomeno del riscatto voluto dal titolare della

---

<sup>17</sup> CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, 42.

<sup>18</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 11.

<sup>19</sup> DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-*sexies* c.c.*, in *Società*, 2008, 415.

partecipazione azionaria (c.d. diritto *al* riscatto oppure riscatto obbligatorio)<sup>20</sup>. Sulla base di quanto precede una parte della dottrina ritiene sia possibile interpretare il *potere* di riscatto *ex art. 2437-sexies*, c.c. soltanto dal lato della facoltà di riscatto in capo alla società o ai soci diversi dai titolari di azioni riscattabili<sup>21</sup>. L'ammissibilità del riscatto obbligatorio nel nostro ordinamento sarebbe tuttavia possibile sulla base del combinato disposto risultante dall'art. 2348, c.c. che ammette la possibilità di introdurre azioni dotate di diritti diversi, e dall'art. 2437, comma 4, c.c., che ammette la possibilità di introdurre ulteriori cause di recesso tramite l'introduzione di un'apposita clausola statutaria<sup>22</sup>.

Per l'introduzione *durante societate* di azioni riscattabili la dottrina e la giurisprudenza hanno rilevato, in conformità al dettato euro unitario, la necessità che la clausola di riscatto sia inserita nello statuto prima che avvenga la sottoscrizione delle azioni riscattabili. Allo stesso tempo però, la dottrina<sup>23</sup> e gli orientamenti notarili<sup>24</sup>, facendo leva su principi generali dell'ordinamento, hanno ritenuto ammissibile anche l'introduzione di azioni riscattabili attraverso la conversione di azioni ordinarie già sottoscritte, a determinate condizioni.

Il codice civile prevede, ugualmente alla norma di matrice europea, che il riscatto possa essere esercitato esclusivamente su azioni interamente liberate. La norma italiana, poi, non fa alcun riferimento alle "condizioni" ed alle modalità di esercizio del diritto di riscatto,

---

<sup>20</sup> RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario. Unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along*, in *Giur. Comm.*, 2012, 1055, ivi 1066.

<sup>21</sup> DIBITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Società*, 421. Della stessa idea anche: VITALI, *Le azioni riscattabili*, 29 e 106. L'A. nel riconoscere che la disciplina dell'art. 2437-sexies risulti applicabile soltanto ai casi in cui il titolare di azioni riscattabili sia il soggetto passivo del rapporto potestativo; Sono della stessa idea anche: PISTOCCHI, *Le azioni riscattabili e fondi propri*, 123; DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, 40.

<sup>22</sup> Sul punto si veda: CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 201; DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, 43-44; VITALI, *Azioni ordinarie e azioni speciali in Trattato delle società*, diretto da Donativi, 2022, 621. È ritenuto ammissibile anche dalla massima n. 67 del 2018 del consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato; PISTOCCHI, *Le azioni riscattabili e fondi propri*, 125.

<sup>23</sup> DELLI PRISCOLI, *Il recesso delle società per azioni: [artt. 2437-2437-sexies]*, 216. L.A. dà per scontato l'ammissibilità dell'introduzione *durante societate* della clausola di riscatto, ponendosi solo l'interrogativo sul quorum necessario per tale delibera assembleare (cioè se sia ammissibile introdurre a maggioranza la clausola di riscatto nello statuto o se sia, invece, necessaria l'unanimità o il voto favorevole dei soci le cui azioni saranno oggetto di conversione in titoli riscattabili).

<sup>24</sup> Massima n. 99 del 18 maggio 2007, consiglio notarile di Milano.

diversamente dalla norma di matrice europea. Si pone dunque il dubbio, che sarà analizzato nel prosieguo del lavoro, circa l'ammissibilità del riscatto *ad nutum*.<sup>25</sup>

Sul tema delle risorse utilizzabili per esercitare il potere di riscatto, le norme, italiana ed europea, sono parzialmente allineate: entrambe fanno riferimento agli utili distribuibili ed alle riserve disponibili, ma la legge italiana, discostandosi dalla direttiva, non richiede che al momento dell'emissione delle azioni riscattabili, siano immobilizzate all'interno di riserve non disponibili somme pari al valore delle azioni, al contrario del dettato della lettera e) dell'art. 82 della direttiva.

#### **4. Esperienze estere di riscatto azionario: le *redeemable shares* nel diritto statunitense.**

L'inserimento di clausole di riscatto negli statuti delle società per azioni americane fu in parte dovuto alla crisi del 1929, in quanto lo strumento del riscatto azionario ebbe la funzione di stimolare l'investimento in società per azioni, che erano particolarmente vulnerabili in quel periodo<sup>26</sup>. Di particolare rilievo è la disciplina dello stato del Delaware, contenuta nel *Delaware General Corporation Law* (DGCL) del 1899, sia perché tale normativa regola la maggior parte delle società quotate americane, sia perché i giudici del Delaware, di conseguenza, sono diventati particolarmente sensibili ai temi di diritto societario oggetto del presente lavoro<sup>27</sup>.

Innanzitutto, partendo dalla disciplina prevista dall'articolo 151 a) si prevede come la clausola di riscatto possa essere prevista all'interno dell'atto costitutivo,<sup>28</sup> oppure essere introdotta *durante societate* con una modifica statutaria. Pertanto il potere di riscatto nasce da un contratto (cioè dalla clausola di riscatto introdotta all'interno dello statuto) fra la società

---

<sup>25</sup> La dottrina non è uniforme sul punto. Si veda: Massima n. 87/2024, Consiglio Notarile dei distretti riuniti di Firenze, Prato e Pistoia.

<sup>26</sup> DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, 8; GRIECO, *Il riscatto di azioni nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2025, 41, *ivi* 61.

<sup>27</sup> PISTOCCHI, *Le azioni riscattabili e fondi propri*, 61.

<sup>28</sup> L'art. 151 a prevede che: "Every corporation may issue 1 or more classes of stock or 1 or more series of stock within any class thereof, any or all of which classes may be of stock with par value or stock without par value and which classes or series may have such voting powers, full or limited, or no voting powers, and such designations, preferences and relative, participating, optional or other special rights, and qualifications, limitations or restrictions thereof, as shall be stated and expressed in the certificate of incorporation or of any amendment thereto, or in the resolution or resolutions providing for the issue of such stock adopted by the board of directors pursuant to authority expressly vested in it by the provisions of its certificate of incorporation".

ed il titolare di tali titoli, e quindi in sua assenza, la società non potrà riscattare forzosamente i titoli agli azionisti<sup>29</sup>.

Le azioni riscattabili vengono definite in modo compiuto dall'articolo 151 b) DGCL come azioni che possono essere soggette al potere di riscatto da parte della società o da parte dei titolari delle stesse, per loro volontà (cioè *ad nutum*), o al verificarsi di una determinata condizione statutariamente prevista. La disposizione, non prescrivendo la necessaria presenza di condizioni all'esercizio del riscatto, lascia all'autonomia statutaria la decisione se prevedere, o meno, specifici presupposti di esercizio del diritto di riscatto. La norma, infatti, prevede esclusivamente che il riscatto azionario possa essere esercitato dalla società *at its option*. Inoltre la legge esplicita il fatto che, da un lato la riscattabilità può riguardare tutte le azioni in circolazione o soltanto una o più categorie speciali di esse, e dall'altro richiede espressamente che, a seguito del riscatto, residui almeno una categoria di azioni dotata di pieni diritti di voto in assemblea.

Il *Delaware General Corporation Law* disciplina l'istituto dello *stock redemption* sia come opzione di acquisto da parte della società, che come opzione di vendita del titolare di azioni riscattabili. La motivazione di tale scelta legislativa deriva dalla volontà del legislatore di attribuire la facoltà ai soci di uscire dalla compagine sociale anche in casi diversi da quelli previsti dal diritto di recesso, che si configura come un istituto marginale nel diritto societario del Delaware. La legge americana, in altri termini, non disciplina il recesso come un diritto di *exit* riconosciuto al socio astenuto o contrario ad una determinata delibera assembleare, ma come tutela dei soci nel caso in cui siano stati esclusi forzatamente dalla compagine sociale a seguito di un'operazione di fusione (o altre operazioni espressamente previste dalla legge), riconoscendogli il c.d. *appraisal right*, cioè il diritto di richiedere alla *court of chancery* di ricevere una quota di liquidazione delle azioni ad un *fair value*.<sup>30</sup>

L'istituto del riscatto azionario può potenzialmente realizzare obiettivi diversi a seconda di chi sia il titolare del relativo potere. Nel caso in cui il potere di riscatto sia

---

<sup>29</sup> NOTE, *Stock redemption at the option of the shareholder in the close corporation*, in *Iowa L. Rev.*, 1963, 986, *ivi* 987.

<sup>30</sup> WEISS, *The law of take out mergers: a historical perspective*, *N.Y.U.L. Rev.*, 1981, 624. Sulle ragioni storiche per cui nello stato del Delaware si sia deciso di introdurre il diritto di *appraisal* si veda: ID, 627.

attribuito alla società, le *redeemable shares* potrebbero avere, almeno in astratto, diverse *rationes*: funzione difensiva da OPA non concordate, esclusione di un socio oppure quello di ottenere un finanziamento sotto forma di capitale di rischio, senza il pericolo (per il socio di maggioranza) di essere diluito in modo permanente<sup>31</sup>. Se, invece, il diritto al riscatto venisse riconosciuto ai titolari di *redeemable shares*, questi ultimi potrebbero, da un lato, programmare il momento dell'*exit* dalla compagine sociale, e dall'altro controllare l'andamento sociale dall'interno, in quanto, essendo soci, concorrerebbero alle decisioni più rilevanti della *corporation*, prima fra tutte la nomina dei componenti del *board*.

Dal punto di vista dell'emittente, invece, l'emissione di azioni riscattabili incorporanti un obbligo di riscatto nei suoi confronti, può essere utile quale strumento di reperimento di risorse finanziarie, finalizzato al raggiungimento del progetto imprenditoriale. Non è altresì da sottovalutare, però, che l'emissione di tali titoli, in particolare se riconosciuto come un diritto di *exit* libero, potrebbe rallentare la crescita dell'impresa in quanto tenuta al rimborso delle azioni con risorse disponibili che non potranno essere investite nel *business*<sup>32</sup>.

Si torna adesso ad analizzare la disciplina delle azioni riscattabili. In assenza di un'indicazione precisa da parte della legge sembra potersi affermare, contrariamente a quanto accade nel Regno Unito, che il corrispettivo del riscatto debba essere pagato per intero al momento dell'esercizio del diritto stesso. Un'ulteriore elemento peculiare del riscatto azionario negli Stati Uniti riguarda la natura del corrispettivo previsto nel momento dell'esercizio del riscatto. Infatti la legge prevede che il riscatto possa essere pagato in denaro o con beni diversi dal denaro (come per esempio con diritti su titoli di altre società) o diritti di proprietà o titoli di altre società, secondo le condizioni indicate nello statuto o nella delibera del consiglio di amministrazione di emissioni di tali azioni sotto la condizione del paragrafo (a) del presente articolo.

Il diritto del Delaware non prevede criteri legali di valutazione delle azioni in caso di esercizio del potere di riscatto e ciò porta con sé due corollari: il primo è che l'autonomia statutaria potrà disciplinare liberamente i criteri di valutazione delle azioni, ma in caso di

---

<sup>31</sup> Anche se riferito al diritto inglese e non a quello del Delaware, si veda: FERRAN, HOWELL, STEFFEK, *Principles of Corporate Finance Law*, 2023, 231.

<sup>32</sup> MERRICK DODD JR, *Purchase and redemption by a corporation of its own shares: the substantive law*, in *U.Pa L.Rev.*, 697-734, 730 (1941)

mancata previsione statutaria dei criteri sulla base dei quali determinare il prezzo di riscatto, tale potere non potrà essere esercitato.

Infine, l'esercizio del diritto riscatto è attribuito all'organo amministrativo, non essendo richiesto un intervento attivo dell'assemblea dei soci<sup>33</sup>, diversamente da quanto accade nell'esercizio del riscatto in Italia, dove, il riscatto azionario viene disciplinato rimandando alla disciplina dell'acquisto di azioni proprie, e richiedendo quindi un'apposita autorizzazione di matrice assembleare per procedere al riscatto azionario.

La procedura di riscatto e le limitazioni al riscatto sono descritte dall'articolo 160 del DGCL, nel quale è innanzitutto previsto il divieto di riscatto quando il capitale sociale reale sia inferiore rispetto a quello nominale (il c.d. *impairment*), oppure qualora l'*impairment* si possa verificare come conseguenza dell'esercizio del riscatto. Si nota dunque come la *ratio* della norma sia quella di tutelare i creditori sociali, i quali verrebbero danneggiati da una distribuzione di ricchezza (conseguenza dell'esercizio del diritto di riscatto o acquisto di azioni proprie) realizzata utilizzando risorse sulle quali gli stessi facevano affidamento al momento della concessione del credito<sup>34</sup>. Corollario di quanto appena affermato è che nonostante il bilancio societario presenti un *surplus*, il riscatto risulterà vietato qualora la società sia insolvente, oppure lo diventi a seguito del riscatto.

La medesima norma riconosce il diritto alla società di rivendere tutte le azioni acquistate o riscattate, ovviamente se non annullate in un'operazione di riduzione del capitale sociale. Infine, lo stesso art. 160 stabilisce che le azioni che siano state acquistate o riscattate della società, o da una società controllata da quest'ultima, o da ogni altro ente controllato dall'emittente, non abbiano il diritto di voto e non siano contate per il calcolo del quorum per le delibere assembleari<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> COX-HAZEN, *Cox & Hazen on Corporations*, New York, 2003, 1154.

<sup>34</sup> MANNING – HANKS JR., *Legal capital*, New York, Foundation press, 1999, 37.

<sup>35</sup> Articolo 160 c DGCL: "Shares of a corporation's capital stock shall neither be entitled to vote nor be counted for quorum purposes if such shares belong to: (1) The corporation; (2) Another corporation, if a majority of the shares entitled to vote in the election of directors of such other corporation is held, directly or indirectly, by the corporation; or (3) Any other entity, if a majority of the voting power of such other entity is held, directly or indirectly, by the corporation or if such other entity is otherwise controlled, directly or indirectly, by the corporation."

Per concludere l'analisi concernente il riscatto azionario nello stato del Delaware rimane da precisare che per contestare la decisione degli amministratori riguardante il rifiuto da parte della società dell'esercizio del riscatto richiesto dai soci, gli stessi dovranno dimostrare che i *directors* non abbiano agito in buona fede o che abbiano utilizzato metodi di valutazione o dati del bilancio sociale non affidabili<sup>36</sup>.

#### 4.1 Il caso della Spagna.

La disciplina spagnola delle azioni riscattabili è contenuta negli articoli 500 e 501 del *texto refundido de la ley de sociedades de Capital* del 2 luglio 2010. L'art. 500, comma 1, rispetto al dettato dell'art. 82 della seconda direttiva, presenta un campo di applicazione più ristretto. La norma in analisi, infatti, prevede che le azioni riscattabili possano essere emesse esclusivamente da società quotate su un mercato regolamentato (le c.d. *sociedades anónimas cotizadas*)<sup>37</sup>.

Il primo comma indica poi che i titolari del potere di riscatto possono essere l'emittente, i titolari delle azioni riscattabili, ovvero entrambi; in secondo luogo impone un valore delle azioni riscattabili emesse non potrà eccedere la quarta parte del capitale sociale, ed infine è previsto che le condizioni del riscatto debbano essere contenute all'interno dell'accordo di emissione<sup>38</sup>. Da questa ultima precisazione risulta chiaro che la norma abbia riprodotto fedelmente il dettato della lettera c) dell'art 82 dir. 1132/2017, il quale, prevede che le condizioni e le modalità del riscatto siano esplicitamente indicate all'interno dello statuto<sup>39</sup>.

La norma spagnola, invero, indica soltanto che le condizioni di esercizio del potere di riscatto debbano essere contenute all'interno dell'accordo di emissione delle azioni riscattabili. L'assenza di ulteriori dati normativi attribuisce un'ampia flessibilità alle società per azioni (*Sociedades anónimas*) nel disciplinare le condizioni (soprattutto economiche) relative al riscatto di azioni. In altri termini, gli statuti saranno liberi di determinare le condizioni di emissione - *in primis* il prezzo di riscatto - in base alle necessità concrete

---

<sup>36</sup> PISTOCCHI, *Le azioni riscattabili e fondi propri*, 74.

<sup>37</sup> GRIECO, *Il riscatto di azioni nelle società di capitali*, in *Il nuovo dir. Soc.*, 2025, 64.

<sup>38</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA, *Las acciones rescatables*, in *La Ley*, 1999, 1699.

<sup>39</sup> IBIDEM, 1700.

dell'impresa, senza alcun vincolo di carattere legale<sup>40</sup>. In assenza di una disposizione statutaria che indichi le condizioni economiche del riscatto, una parte della dottrina spagnola ritiene applicabile analogicamente il c.d. *valor razonable*, disciplinato in tema di recesso (art. 353, comma 1, TRLSC). La norma prevede che in caso di mancato accordo tra società e socio recedente, circa il valore da attribuire alla partecipazione, la valutazione delle azioni debba essere determinata da un esperto indipendente, individuato dal soggetto incaricato del registro delle imprese in cui è iscritta la società<sup>41</sup>. Il legislatore italiano, diversamente, ha deciso di andare oltre al dettato della normativa europea prevedendo che, in ogni caso, il corrispettivo dovuto al soggetto riscattato debba essere determinato sulla base dei criteri di valutazione delle azioni previsti per il diritto di recesso (art. 2437-ter, c.c.).

Per quanto concerne, invece, i presupposti di esercizio del potere di riscatto la legge spagnola sembra ammettere il riscatto libero (c.d. *ad nutum*), in quanto, l'art. 500, comma 1, TRLSC, prevede che le condizioni del riscatto debbano essere indicate nell'accordo di emissione delle azioni, e non menziona i presupposti di esercizio del diritto potestativo.<sup>42</sup> In particolare, qualora lo statuto attribuisca il diritto al riscatto ai titolari di azioni di azioni riscattabili senza indicare i presupposti per il suo esercizio, il diritto al riscatto si configurerebbe come un diritto di recesso convenzionale (*pactado*), senza alcuna causa, e cioè, libero<sup>43</sup>.

Il secondo comma, art. 500, TRLSC, diversamente da quanto previsto dalla direttiva europea, richiede che le azioni riscattabili siano liberate interamente al momento della sottoscrizione. Il legislatore spagnolo, in questo modo, vuole evitare che la parziale liberazione delle azioni possa paralizzare il meccanismo del riscatto da parte della società. Tale approccio non è stato seguito dal legislatore italiano il quale ha solo previsto, tramite il

---

<sup>40</sup> VILLACORTA HERNANDEZ, *Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)*, 2011, 234.

<sup>41</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 223; VEGA JIMENEZ – MONGE LOZANO – DOMINGUEZ CASADO, *Acciones rescatables: aspectos normativos, financieros y contables*, in *AF*, 1999, 49, *ivi* 51.

<sup>42</sup> Già prima della riforma del diritto societario spagnolo del 2010, la dottrina aveva fatto notare come in materia di condizioni o presupposti del diritto riscatto vige il principio di irrilevanza causale. Sul tema si veda: DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, Madrid, 2002, 263.

<sup>43</sup> VILLACORTA HERNANDEZ, *Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)*, 2011, 229.

rinvio dell'art. 2437-*sexies*, c.c., all'art. 2357, c.c., che le azioni per essere riscattate debbano essere interamente liberate non al momento della sottoscrizione dei titoli, ma al momento dell'esercizio del potere di riscatto da parte della società. La *ratio* della norma italiana è quella evitare che la società diventi creditrice di sé stessa. La regola contenuta all'interno della norma spagnola, però, disponendo che le azioni riscattabili siano interamente liberate al momento della sottoscrizione permette alla società di riscattare le azioni in qualsiasi momento, non dovendo sottostare alla volontà del socio di liberare integralmente i titoli sottoscritti. In altri termini, nell'ordinamento societario italiano, diversamente da quanto accade in quello spagnolo, nel momento in cui il socio non dovesse liberare integralmente le azioni da lui sottoscritte, la società non potrebbe procedere a riscattare le sue azioni ai sensi dell'art. 2357, c.c.<sup>44</sup>.

L'art. 500 si chiude con una norma peculiare, assente sia in sede europea, sia negli altri ordinamenti societari oggetto di analisi. Il legislatore spagnolo prevede che la facoltà di riscatto da parte della società (e dunque non dei soci) non potrà essere esercitata prima che siano trascorsi 3 anni dall'emissione di tali azioni (il c.d. *periodo de carencia*).<sup>45</sup> La norma completa la previsione contenuta nell'art. 500, comma secondo, TRLSC, in quanto da un lato la legge dispone che le azioni riscattabili debbano essere liberate integralmente al momento della sottoscrizione, e dall'altro, però, al fine di tutelare gli investitori rispetto ad un riscatto prematuro, impedisce di esercitare siffatto potere da parte della società entro un periodo di tre anni dal momento dell'emissione dei titoli. Dato che tale limitazione produce effetti soltanto nel caso in cui sia la società a poter riscattare le azioni, è da ritenersi corretta la tesi, sostenuta da una parte della dottrina, secondo la quale il *periodo de carencia* sia previsto a tutela dell'azionista, al fine di garantire la stabilità del suo investimento, in quanto entro tre anni dall'emissione dei titoli riscattabili, la società non potrà in nessun caso esercitare la sua opzione *call* al fine di riscattare le azioni<sup>46</sup>.

La disposizione che segue indica tre modalità con cui la società può procedere al riscatto di azioni. La prima si sostanzia nell'esercizio del riscatto attraverso le risorse

---

<sup>44</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 256.

<sup>45</sup> PISTOCCHI, *Le azioni riscattabili e fondi propri*, 88; YANES YANES, *Las acciones rescatables en la sociedad cotizada*, 157.

<sup>46</sup> GARCIA DE ENTERRIA, *Las acciones rescatables*, in *La Ley*, 1999, 1700

derivanti dagli utili distribuibili ovvero dalle riserve disponibili. In questo caso una somma pari al valore delle azioni riscattate dovrà essere immobilizzata all'interno di una riserva non disponibile, cosicché, da un lato, al momento del riscatto e annullamento dei titoli, l'ammontare del patrimonio indisponibile (capitale sociale e riserve non disponibili) non sarà diminuito<sup>47</sup>, e dall'altro è garantita ai soci la capienza patrimoniale della società necessaria per procedere al riacquisto delle loro azioni.

Il secondo meccanismo previsto dalla legge è quello (non tipizzato dall'art. 2437-*sexies*, c.c.) di riscattare le azioni con le risorse ricavate da un aumento di capitale finalizzato al finanziamento del riscatto. In questo caso gli interessi dei creditori non risultano lesi in quanto il capitale che viene ridotto con il riscatto azionario è sostituito da quello dell'emissione azionaria finalizzata al finanziamento del riscatto. Questa modalità di riscatto non richiede né la formazione di una riserva indisponibile, né comporta il sorgere del diritto di opposizione dei creditori, in quanto le risorse finanziarie della società risultano invariate<sup>48</sup>. Si nota, dunque, come in nessuno dei due casi si vada a ledere gli interessi dei creditori: infatti nel primo caso il riscatto non inciderà negativamente sull'ammontare del capitale sociale (o meglio, delle risorse indisponibili), nel secondo la società riscatta le azioni con le risorse derivanti da un aumento di capitale pari al valore delle azioni da riscattare e quindi, nel momento dell'annullamento dei titoli, procederà ad una riduzione corrispondente del capitale.

Il riscatto azionario si ritiene possa essere esercitato direttamente dall'organo amministrativo, non essendo necessaria una delibera assembleare. I soci, difatti, deliberano nel momento dell'emissione delle azioni riscattabili. Successivamente è l'organo amministrativo ad essere competente per l'esercizio del potere di riscatto<sup>49</sup>.

L'ultimo comma dell'art. 501, indica poi la possibilità, da intendersi come *extrema ratio*, di ridurre il capitale per riscattare le azioni. È necessario anzitutto ricordare come, nel caso di riduzione del capitale le garanzie dei creditori diminuiscano, diversamente da quanto

---

<sup>47</sup> IBIDEM, 1701.

<sup>48</sup> VILLACORTA HERNANDEZ, *Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)*, 286.

<sup>49</sup> GARCIA DE ENTERRIA, *Las acciones rescatables*, in *La Ley*, 1999, 1702.

accade nel caso riscatto effettuato con risorse disponibili o tramite apposito aumento di capitale. Ciò ha come conseguenza il sorgere del diritto di opposizione dei creditori all'operazione di riduzione<sup>50</sup>. La delibera di riduzione del capitale dovrà essere assunta dall'assemblea dei soci ai sensi dell'art. 318, comma primo, TRLSC, il quale richiede il rispetto di tutti i requisiti relativi alle modifiche statutarie.

Per concludere sarà oggetto di analisi il diritto di recesso nell'ordinamento spagnolo. La disciplina è prevista nel capítulo 1 (*la separación de socios*) del título IX (*separación y exclusión de socios*). La legge spagnola prevede all'articolo 346 le cause legali di recesso. Le cause contenute all'interno delle lettere a), b), c), sono inderogabili dall'autonomia statutaria, mentre il caso contenuto nella lettera d) è da ritenersi derogabile, e riguarda i soci che non abbiano votato a favore di alcune delibere assembleari.

Le cause legali di recesso sono dunque: la sostituzione o modifica sostanziale dell'oggetto sociale; la proroga del termine della società, la revoca dello stato di liquidazione; la creazione, modifica o estinzione anticipata dell'obbligo di compiere prestazioni accessorie, salvo disposizione contraria dello statuto. Inoltre, per le sole società a responsabilità limitata, si prevede la possibilità di recedere per i soci che non abbiano votato a favore di una delibera di modifica del regime di circolazione delle quote sociali.

Infine il terzo comma della disposizione prevede che il diritto di recesso possa essere esercitato anche a seguito di "modifiche strutturali" nei termini stabiliti nel primo libro del *Real Decreto-ley 5*, del 28 giugno del 2023. Alle cause legali, si aggiungono, all'articolo immediatamente successivo, le cause di recesso previste dall'autonomia statutaria. Tuttavia, con una previsione alquanto singolare (almeno dal punto di vista del diritto societario italiano), la legge spagnola richiede il consenso di tutti i soci per aggiungere, modificare o rimuovere cause di recesso di carattere convenzionale all'interno dello statuto (articolo 347, secondo comma, TRLSC).

Proprio perché il diritto di recesso nell'ordinamento spagnolo è sempre connesso al verificarsi di cause specifiche (legali o convenzionali), e non è prevista la possibilità di recedere liberamente dalla società, il legislatore permette agli statuti di società *cotizadas* di

---

<sup>50</sup> VILLACORTA HERNANDEZ, *Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)*, 287.

emettere azioni riscattabili (o meglio, redimibili) *ad nutum*, intese come strumento complementare a quello del *derecho de separacion*<sup>51</sup>. Il legislatore italiano giunge allo stesso risultato tramite il combinato disposto tra gli artt. 2348, comma 2, c.c. e art. 2437, comma 4, c.c., di cui si tratterà nel prosieguo del lavoro.

#### **4.2 Il riscatto azionario nel Regno Unito.**

La disciplina concernente il riscatto azionario è prevista all'interno del *Companies act* del 2006, in particolare agli articoli 684 ss. La prima norma, contenuta nel primo comma dell'articolo 684 prevede che le società per azioni possono emettere azioni riscattabili ed il riscatto sarà “*at the option of the company or the shareholder*”.

Pertanto nel Regno Unito, come già segnalato per il diritto societario spagnolo e per quello del Delaware, sono esplicitamente tipizzate dal legislatore sia le azioni riscattabili, sia le azioni che vengono definite in Italia come riscattande o redimibili, cioè incorporanti un obbligo di riscatto in capo alla società. Tale scelta del legislatore si comprende analizzando la poca rilevanza che ricopre il diritto di recesso nell'ordinamento inglese. Dato che, come nel diritto del Delaware, nel Regno Unito alle minoranze non spetta un diritto di recesso al ricorrere di modifiche statutarie in grado di modificare la struttura societaria, l'ordinamento societario prevede che il diritto di recesso sia incorporato all'interno di azioni riscattabili, così da assolvere le funzioni proprie del recesso convenzionale<sup>52</sup>.

Le *rationes* dietro l'emissione di azioni riscattabili possono essere diverse: innanzitutto tali titoli possono attrarre capitali all'interno di società non quotate sui mercati, in quanto gli investitori, dato che sarà possibile disinvestire il capitale facendosi riscattare le proprie partecipazioni, saranno meno intimoriti dal rischio di rimanere “prigionieri” della società; un'altra motivazione potrebbe essere quella di acquistare le partecipazioni di uno o più azionisti per risolvere casi di *deadlock* (nel caso in cui la società sia composta da due azionisti con partecipazioni uguali); oppure l'emissione di azioni riscattabili sarà una tecnica utilizzata dai soci di maggioranza per aumentare il capitale senza però essere diluiti

---

<sup>51</sup> VILLACORTA HERNANDEZ, *Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)*, 2011, 229.

<sup>52</sup> PISTOCCHI, *Le azioni riscattabili e fondi propri*, 78.

permanentemente, in quanto vi sarà (a patto che la clausola di riscatto lo preveda) la possibilità di riscattare le azioni altrui, oppure, ancora, potranno emettere azioni riscattabili con l'obiettivo di difendersi da future offerte pubbliche di acquisto ostili; ovvero, infine, per aumentare le vie attraverso le quali l'impresa può finanziare le proprie attività<sup>53</sup>.

Il secondo ed il terzo comma prevedono che il riscatto azionario sia ammesso, nelle c.d. *private companies* qualora non sia espressamente escluso, e nelle *public companies*<sup>54</sup> solo se espressamente indicato all'interno dello statuto sociale. Il quarto ed ultimo comma ammette la possibilità di emettere azioni riscattabili solo in presenza di titoli in circolazione che non siano riscattabili. Tale limitazione elimina il rischio che la società, potendo riscattare tutte le azioni in circolazione, rimanga senza soci<sup>55</sup>.

L'articolo seguente detta la disciplina delle condizioni e modalità del riscatto. La regola generale è che le condizioni e la procedura di riscatto siano stabilite dallo statuto, con indicazione delle relative modalità (art. 685, comma 4). La normativa inglese ammette altresì, che l'assemblea ordinaria, o lo statuto stesso, attribuiscono tale facoltà, cioè di determinare termini, condizioni e modalità di riscatto, agli amministratori (art. 685, comma 1 e 2, CA). In quest'ultimo caso, essi devono determinare termini, condizioni e modalità del riscatto prima che avvenga la sottoscrizione delle azioni riscattabili, comunicandolo attraverso il deposito di un documento (c.d. *statement of capital*) presso il registro delle imprese in cui siano illustrati i diritti connessi alle azioni<sup>56</sup>.

La determinazione del valore è un aspetto che non è indicato espressamente dalla normativa europea, la quale si limita ad indicare che gli statuti debbano indicare le condizioni di esercizio del potere di riscatto. Nel Regno Unito, gli statuti sono liberi di determinare il valore delle azioni riscattabili, ovvero i criteri per determinarlo, non essendovi alcuna norma, che limita l'autonomia statutaria con riguardo alla valutazione delle azioni. Nel diritto italiano, invece, il legislatore non rimette la formazione del prezzo alla semplice

---

<sup>53</sup> FERRAN, HOWELL, STEFFEK, *Principles of Corporate Finance Law*, 2023, 231.

<sup>54</sup> La distinzione sostanziale tra le due tipologie di società è che le *limited private companies* non possono mai offrire i titoli al pubblico, invece le *public companies* ne hanno facoltà. Sul punto si vedano gli articoli 755 ss. del Companies act 2006

<sup>55</sup> DAVIES, P. L. (Paul L. et al. (2012) *Gower and Davies' principles of modern company law*, 326.

<sup>56</sup> FERRAN, HOWELL, STEFFEK, *Principles of Corporate Finance Law*, 2023, 255.

negoziiazione fra le parti, ma tutela, innanzitutto, gli interessi del socio riscattato, inserendo un limite minimo di tutela pari alla c.d. equa valorizzazione determinata sulla base dei criteri di cui all'art. 2437-ter, c.c.

Nel Regno Unito, è altresì ammesso che la determinazione delle condizioni di riscatto sia oggetto di delega da parte dell'assemblea ordinaria (o direttamente dallo statuto) all'organo amministrativo.<sup>57</sup> La possibilità per lo statuto di delegare all'organo amministrativo il potere di determinare le condizioni di riscatto delle azioni è un aspetto peculiare del diritto inglese, non ammesso nel nostro ordinamento, dato che le determinazioni delle condizioni di esercizio del riscatto debbono essere inserite in statuto tramite una delibera dell'assemblea.

La disposizione seguente, ovvero la *section* 686 CA chiarisce, in primo luogo, che non si possa procedere al riscatto – similmente a quanto previsto dall'art. 2357, c.c. - se le azioni non siano state integralmente liberate (art. 82, dir. 1132/2017). La norma è strutturalmente diversa da quella spagnola che prevede, invece, che le azioni debbano essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione delle azioni<sup>58</sup>. Il terzo comma della disposizione stabilisce che, in assenza di un accordo tra la società ed il titolare di azioni riscattabili, il prezzo del riscatto delle azioni debba essere pagato al momento dell'esercizio del riscatto. La norma poi ammette che il titolare delle azioni e la società si accordino affinché il prezzo venga pagato in una data successiva rispetto a quella di esercizio del riscatto.

Successivamente il *Companies Act* si occupa di disciplinare quali risorse possano essere utilizzate dalla società per procedere al riscatto delle azioni (*financing of redemption*). La legge prevede due distinte modalità a seconda che il riscatto sia effettuato da una *private company* o da una *public company*. Nel primo caso la società potrà procedere a riscattare le azioni attraverso una riduzione del capitale sociale solo se ciò sia espressamente ammesso dallo statuto seguendo la procedura descritta dagli articoli 713-723 del *Companies Act* del 2006<sup>59</sup>; le altre invece potranno utilizzare soltanto le riserve disponibili e gli utili distribuibili,

---

<sup>57</sup> IBIDEM, 328. Section 685, (1) e (2) CA 2006.

<sup>58</sup> Si rinvia al Cap I, par. 4.1., per le considerazioni circa le differenze di approccio fra la normativa italiana e quella spagnola.

<sup>59</sup> Nelle *private companies*, per esercitare il riscatto tramite riduzione reale del capitale sociale è necessario seguire la seguente procedura: Gli amministratori redigono una relazione relativa alla situazione patrimoniale

o le somme derivanti da emissione di nuove azioni finalizzata al finanziamento dell'esercizio del riscatto di azioni. Qualora vi sia un sovrapprezzo da pagare sulle azioni per esercitare il riscatto, tale differenza dovrà essere tratta dalle riserve disponibili e utili distribuibili, a meno che le azioni riscattabili non fossero state emesse a loro volto con sovrapprezzo; in quel caso si potrà estrarre la somma anche dalla riserva contenente il valore del sovrapprezzo derivante dall'emissione, fino alla somma massima pari alla somma inferiore fra la riserva sovrapprezzo relativa all'emissione delle azioni che sono oggetto di riscatto, e la riserva sovrapprezzo complessiva della società che esercita il riscatto di azioni.

Inoltre, le azioni sulle quali viene esercitato il riscatto, sono automaticamente annullate ed il capitale sociale ridotto di conseguenza (art. 688, *redeemed shares treated as cancelled*).

Per quanto concerne la pubblicità del riscatto, l'art. 689 prevede che la notizia del riscatto debba essere comunicata al registro delle imprese entro un mese, indicando anche le azioni sulle quali il potere di riscatto sia stato esercitato. È poi necessario comunicare la composizione del capitale sociale a seguito del riscatto. Il terzo comma indica le informazioni relative alla composizione del capitale che debbono essere contenute all'interno della comunicazione. Il quarto e quinto comma descrivono, infine, le conseguenze derivanti dalla mancata ottemperanza agli obblighi previsti dalla presente sezione.

Si noti che, qualora la società non abbia somme disponibili per procedere al riscatto, la stessa non potrà essere obbligata all'esercizio del riscatto, nemmeno per vie giudiziali (art. 735 *Companies Act 2006*). Il titolare di azioni riscattabili potrà al massimo richiedere al giudice di impedire ogni distribuzione degli utili fino a quando le risorse patrimoniali non siano tali da poter soddisfare il socio esercitante il diritto al riscatto per via giudiziale.

---

della società non più vecchia di 90 giorni, (ii) gli amministratori rilasciano una dichiarazione dove affermano che la società non è insolvente, (iii) è dichiarato che per esercitare il riscatto azionario vengono utilizzate innanzitutto le risorse patrimoniali disponibili e solo per la differenza si procede a ridurre il capitale, (iv) gli *auditors* rilasciano un documento dove dichiarano che la dichiarazione di solvibilità rilasciata dagli amministratori sia ragionevole e che i calcoli sulle risorse patrimoniali disponibili per effettuare il riscatto siano corrette; (v) entro 7 giorni dalla riunione dell'organo amministrativo l'assemblea delibera sulla riduzione del capitale volto al riscatto di azioni e, entro 7 giorni dalla data della delibera assembleare viene data pubblicità della delibera di riduzione del capitale. Gli amministratori hanno 35 giorni di tempo per opporsi alla riduzione del capitale sociale. Se non vi è alcuna opposizione, la società potrà provvedere al riscatto di azioni tra il trentaseiesimo ed il quarantanovesimo giorno successivo a quello della delibera di riduzione del capitale sociale.

Diverso dall'istituto del riscatto azionario è quello del recesso, che è previsto solamente in alcuni casi del tutto residuali. Il caso più rilevante è quello disciplinato agli articoli 994 e seguenti, contenuti all'interno della sezione 30 intitolata “*protection of members against unfair prejudice*” del già menzionato *Companies Act* del 2006.<sup>60</sup>

Il recesso nel Regno Unito, diversamente da quanto previsto in Italia, è un istituto di carattere giudiziale. Infatti, un socio può denunciare al tribunale il pregiudizio subito, e l'articolo 996 e) prevede che, nel caso in cui il tribunale accerti tale pregiudizio, venga imposto un obbligo di acquisto in capo alla maggioranza o alla società stessa, la quale sarà poi successivamente onerata di ridurre il capitale per una somma pari al valore delle azioni acquistate dal socio.<sup>61</sup>

Sono molte le differenze fra il diritto di *sell out* nel diritto inglese ed il diritto di recesso nell'ordinamento italiano. Innanzitutto, nel diritto italiano il diritto di recesso nasce dalla legge (per le cause di recesso legali inderogabili ed eventualmente per quelle derogabili) o da previsioni statutarie, ma in ogni caso opera senza l'intervento del giudice. Nel diritto inglese invece è necessario rivolgersi al tribunale affinché questo, accertata l'irregolarità, faccia sorgere un obbligo di acquisto in capo alla società o alla maggioranza.<sup>62</sup>

Nel diritto italiano poi, maggioranza delle cause di recesso di carattere legale fanno riferimento a delibere assunte dall'assemblea dei soci (a parte il caso previsto dall'articolo 2497-*quater*, c.c.), invece il diritto inglese tutela il socio di minoranza nei confronti di un “*prejudice*” da parte del *management*. Tale danno cagionato dagli amministratori ai soci di minoranza può concretizzarsi sia in un comportamento attivo, sia in un mancato comportamento ritenuto doveroso da parte del socio di minoranza.

Infine, il diritto inglese si preoccupa di un danno recato al socio di minoranza che sia “*unfair*”. Mentre nel diritto societario italiano le delibere che fanno sorgere un diritto di recesso sono assolutamente legittime, nel diritto inglese, per ottenere il diritto di recesso in

---

<sup>60</sup> Per la manualistica sul tema, si veda: ADDAMO, *diritto di recesso e modifica dei diritti di voto o di partecipazione*, 75.

<sup>61</sup> Il recesso è inserito all'interno di una serie (per la precisione 5) di rimedi tipici che possono caratterizzare il provvedimento giudiziario.

<sup>62</sup> GILOTTA, *Recesso e governo delle società di capitali*, 18

sede giudiziale, è altresì necessario che il danno arrecato dall'organo amministrativo sia ingiusto, sovrapponendosi al concetto di abuso della maggioranza nel diritto italiano<sup>63</sup>.

---

<sup>63</sup> GILOTTA, *Recesso e governo delle società di capitali*, 19.

## Capitolo secondo

### *Il riscatto azionario in Italia*

SOMMARIO: 1. Le azioni riscattabili ai sensi dell'articolo 2437-*sexies*, c.c. – 2. Introduzione della clausola di riscatto nello statuto. – 3. L'estensione della clausola di riscatto. – 4. Il potere di riscatto. Esercizio da parte della società. – 5. Il potere di riscatto: esercizio da parte dei soci. - 5.1. Similitudini con le clausole di *drag along* e *bring along*. – 5.2. Similitudini con il caso di *squeeze out*. – 6. Similitudini e differenze fra esclusione e riscatto azionario – 7. L'*exit* volontario. Il diritto di recesso. – 7.1. Le azioni redimibili: problemi applicativi. – 7.2. Il riscatto azionario nella disciplina dei limiti alla circolazione delle azioni – 7.3 Clausole di *tag along* – 7.4. Clausole di *sell out*.

#### **1. Le azioni riscattabili ai sensi dell'articolo 2437-*sexies*, c.c.**

Le azioni riscattabili sono quelle per cui lo statuto attribuisce alla società o ai soci il potere di riscattarle. A queste si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni degli artt. 2437-*ter* e 2437-*quater*, c.c. In ogni caso è fatta salva l'applicazione della disciplina prevista agli artt. 2357 e 2357-*bis*, c.c., in tema di acquisto di azioni proprie.

La norma, che recepisce parzialmente il dettato della seconda direttiva europea in tema di diritto societario, intende introdurre il riscatto azionario all'interno dell'ordinamento italiano come un istituto di valenza generale, e non soltanto come una operazione funzionale alla riduzione del capitale sociale<sup>64</sup>. Già prima della riforma del 2003 - che ha introdotto l'art. 2437-*sexies*, c.c. - si sosteneva l'ammissibilità di clausole di riscatto con scopi ulteriori e diversi rispetto alla riduzione del capitale (che era, all'epoca, l'unica figura di riscatto azionario espressamente prevista dal codice), quali, per esempio, clausole di riscatto con funzioni difensive da OPA ostili, oppure con funzione sanzionatoria nei confronti del socio inadempiente rispetto a prestazioni accessorie, ovvero, ancora, come meccanismo di chiusura della compagine sociale in caso di successione *mortis causa*, o, come strumento di

---

<sup>64</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 11. Prima della riforma del diritto societario era presente nell'ordinamento italiano l'istituto del riscatto azionario finalizzato alla riduzione del capitale sociale, ai sensi dell'art. 2357-*bis*, comma primo, n. 1), c.c.

finanziamento, ovvero come rimedio all'eccedenza del possesso azionario, etc.<sup>65</sup>. L'istituto del riscatto azionario è stato, infatti, recentemente definito dalla giurisprudenza di legittimità causalmente neutro, nel senso che i soci possono introdurre la clausola di riscatto in società per azioni per perseguire obiettivi vari<sup>66</sup>.

L'art. 2437-*sexies*, c.c. può così essere riassunto: è necessario, al fine di procedere al riscatto azionario, il previo inserimento di un'apposita clausola di riscatto nello statuto,<sup>67</sup> il potere di riscatto può essere esercitato dai soci o dalla società (non solo alternativamente, ma anche in modo cumulativo o in via subordinata)<sup>68</sup>, si applicano le norme in tema di valutazione della partecipazione in caso di recesso ed il relativo procedimento, in quanto compatibili (artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* c.c.), nel caso di riscatto da parte della società, e solo in questo caso, è fatta salva l'applicazione delle norme in tema di acquisto di azioni proprie (artt. 2357 e 2357-*bis*, c.c.). Inoltre, la clausola di riscatto può gravare su categorie di azioni, ovvero su tutte le azioni emesse dalla società.

Nel definire la fattispecie delle azioni riscattabili risultano centrali i termini “*potere*” e “*riscatto*”. Il meccanismo del riscatto azionario si ritiene possa essere riconducibile alla figura civilistica del patto di opzione<sup>69</sup> ai sensi dell'articolo 1331 c.c.<sup>70</sup>. Infatti il termine “*potere*” utilizzato dalla norma, fa riferimento alla categoria dei c.d. diritti potestativi; questo determina la nascita, dal lato attivo, di un potere, e dal lato passivo, non un di un obbligo (o un dovere), ma di una posizione di soggezione (c.d. di *patti*). Ciò comporta, in altri termini,

---

<sup>65</sup> Prima della riforma si veda: CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, 26; Dopo la riforma: PACIELLO, *Art. 2437-*sexies**, in NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *società di capitali. Commentario*, II, Napoli, 2004, 1147; CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, 195, ivi 196.

<sup>66</sup> Cass. Civ. 10 maggio 2023, n. 12498., in *Riv. Dir. Comm.*, 367, con nota di PASSADOR

<sup>67</sup> SPOLIDORO, *Principi e regole in materia di esecuzione del riscatto di azioni: possibili cautele statutarie*, in *riv. not.*, 261, 2023

<sup>68</sup> DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-*sexies* c.c.*, in *Società*, 2008, 415, 421

<sup>69</sup> Sul patto di opzione si veda: ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato, a cura di Iudica e Zatti*, 160.

<sup>70</sup> CALVOSA, *Sulle cc.dd. Clausole di riscatto*, in *Banca, borsa, tit. Cred.*, 1991, 123; CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, 116; PANZARINI, *Il contratto di opzione*, XVI. Da ultimo aderisce a questo orientamento anche SPOLIDORO, *Principi e regole in materia di esecuzione del riscatto di azioni: possibili cautele statutarie*, in *riv. not.*, 261, 2023. In giurisprudenza, recentemente, si veda Cass. Civ. 10 maggio 2023, n. 12498., in *Riv. Dir. Comm.*, 2024, 367, con nota di PASSADOR.

che il soggetto attivo del rapporto potrà ottenere il bene giuridico oggetto del diritto senza alcuna collaborazione da parte del soggetto passivo<sup>71</sup>.

Il *potere* di riscatto, può essere attribuito tanto alla società, quanto ai soci. La dottrina maggioritaria ha sostenuto che la norma disciplini esclusivamente il caso del riscatto ad opzione della società o ad opzione dei soci diversi dai titolari di azioni riscattabili, andando così a configurare una sorta di *call option* a loro favore. Se si dovesse condividere tale orientamento, il riscatto azionario si configurerebbe esclusivamente come una situazione giuridica soggettiva passiva a carico del titolare delle azioni riscattabili<sup>72</sup>.

Sulla base di quanto appena affermato, sorgono due questioni: la prima relativa all'effettiva correttezza della tesi qui sopra riportata, e la seconda, del tutto eventuale, relativa all'ammissibilità nell'ordinamento societario italiano di azioni incorporanti non tanto un diritto di riscatto esercitato da altri, quanto invece un diritto *al riscatto*, configurando quindi un'opzione *put* in capo al titolare delle partecipazioni riscattabili.

La dottrina che si è occupata del tema si è concentrata innanzitutto sull'interpretazione della lettera della legge. È stato fatto notare come “il potere di riscatto” potesse essere attribuito ai soci o alla società, escludendo quindi che si potesse formare un obbligo in capo a quest'ultima. Dunque pare impossibile, secondo tale orientamento dottrinale, che sulla base della disposizione legislativa si possa far gravare, allo stesso tempo, un obbligo sulla società ed un diritto potestativo all'acquisto delle azioni riscattabili da parte della società stessa<sup>73</sup>.

Un altro orientamento, però, ha sostenuto la tesi per cui la legge, riferendosi genericamente a tutti gli azionisti, non consenta di effettuare una distinzione fra i titolari di azioni riscattabili e gli altri. In altri termini, il codice sembrerebbe indicare esclusivamente i beni giuridici nei cui confronti il riscatto può essere esercitato (cioè le azioni o categorie di

---

<sup>71</sup> DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Società*, 2008, 417; e VITALI, *Le azioni riscattabili*, 79.

<sup>72</sup> DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, 32.

<sup>73</sup> CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, 50, ivi 59

esse), ed i soggetti titolari del potere di riscatto (cioè, alternativamente o cumulativamente, la società e i soci)<sup>74</sup>.

Un diverso orientamento dottrinale, invece, ha posto l'attenzione su un rilievo letterale differente, notando come la legge si riferisca al “potere di riscatto” e non al “diritto al riscatto”<sup>75</sup>. Questa differenza testuale risulta decisiva in quanto provvede ad assegnare le posizioni giuridiche soggettive in capo ai soggetti del rapporto giuridico instaurato con la clausola di riscatto. Secondo quest'orientamento, qualora il potere di riscatto spettasse ai soci, non ci si potrebbe riferire a tutti indistintamente,<sup>76</sup> ma solo a coloro i quali non siano titolari di azioni riscattabili.

Risolto il primo quesito in senso affermativo, ci si occuperà, più avanti, di verificare se all'interno del quadro del diritto societario riformato siano ammissibili azioni incorporanti un obbligo al riacquisto delle azioni da parte della società o degli altri soci (configurando, così, il riscatto obbligatorio)<sup>77</sup>.

Per concludere l'analisi del potere di riscatto sembra necessario chiedersi se le c.d. azioni auto estinguibili siano riconducibili allo schema delle azioni riscattabili *ex art. 2437-sexies*, c.c. Pare corretto rispondere al quesito in senso negativo, dato che in quest'ultimo caso, non vi è l'esercizio di alcun potere, ma, al contrario, si tratta un meccanismo di rimborso automatico al verificarsi di determinate condizioni, o al trascorrere di un determinato termine prestabilito all'interno del contratto sociale<sup>78</sup>.

Passando ora alla trattazione del termine “*riscatto*”, questo non indica un'operazione di riacquisto delle partecipazioni da parte di chi ne fosse già il titolare, quanto invece si tratta di una semplice vicenda acquisitiva di partecipazioni sociali<sup>79</sup>. Tale operazione presenta le seguenti peculiarità: è unilaterale, in quanto l'atto acquisitivo non si conclude a seguito di un

---

<sup>74</sup> DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, 33.

<sup>75</sup> DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Società*, 421. Della stessa idea anche VITALI, *Le azioni riscattabili*, 106. L'A. nel riconoscere che la disciplina dell'art. 2437-sexies risulti applicabile soltanto ai casi in cui il titolare di azioni riscattabili sia il soggetto passivo del rapporto potestativo.

<sup>76</sup> DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, 33.

<sup>77</sup> *Infra*, cap II, par. 7

<sup>78</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 4; SPOLIDORO, *Principi e regole in materia di esecuzione del riscatto di azioni: possibili cautele statutarie*, in *Riv. not.*, 2023, 262.

<sup>79</sup> CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, 156.

accordo, ma al momento della manifestazione di volontà da parte del titolare del potere; è coattivo, in quanto ai fini della produzione degli effetti traslativi, non è necessaria la cooperazione del soggetto passivo del rapporto ed, infine, è derivativo, in quanto il riscatto azionario è strettamente legato alla titolarità delle azioni riscattabili e quindi il soggetto che acquista le azioni riscattabili acquista il medesimo diritto oggetto del trasferimento, con la stessa ampiezza e con gli stessi limiti<sup>80</sup>.

Nei prossimi paragrafi ci si occuperà di verificare, in primo luogo, se sia possibile introdurre la clausola di riscatto in statuto in un momento successivo rispetto a quello costitutivo, in secondo luogo sarà oggetto di esame l'estensione che la clausola di riscatto può assumere ai sensi della legge ed in seguito saranno oggetto di analisi le clausole atipiche che possono essere ricondotte al riscatto azionario.

## **2. Introduzione della clausola di riscatto nello statuto.**

La legge italiana e la normativa europea disciplinano la fattispecie in cui la clausola di riscatto sia inserita all'interno del contratto sociale, e non invece qualora sia pattuita al di fuori dello statuto (per esempio in patti parasociali). Ciò porta con sé una serie di conseguenze: in primo luogo la clausola avrà efficacia reale, e dunque sarà efficace nei confronti di tutti i soci, sia attuali che futuri,<sup>81</sup> sia che il potere di riscatto sia attribuito ai soci, sia che lo stesso venga attribuito alla società. La natura organizzativa della clausola di riscatto, e la conseguente efficacia reale della stessa, comportano un assorbimento del carattere della riscattabilità all'interno del titolo<sup>82</sup>, il quale, quindi, anche qualora dovesse essere ceduto a terzi, o riscattato, continuerà a godere della caratteristica della riscattabilità. Secondo una parte della dottrina, infatti, si tratterebbe di un diritto potestativo “non

---

<sup>80</sup> DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Società*, 418

<sup>81</sup> DE LUCA, *ancora sulle clausole statutarie di accordamento e trascinarsi (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2013, 65.

<sup>82</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 72

consumabile”, ma “ripetibile”, poiché il potere di riscatto sarebbe, in qualche modo, parte integrante dell’azione stessa e circolerebbe insieme a quest’ultima<sup>83</sup>.

In secondo luogo, il fatto che il legislatore richieda che la clausola di riscatto sia inserita negli articoli dello statuto rinvia alla possibilità che tale clausola possa essere aggiunta all’interno del contratto sociale anche in un momento successivo rispetto a quello costitutivo<sup>84</sup>. Se così non fosse, e dunque, se il legislatore avesse voluto impedire tale evenienza, avrebbe fatto riferimento all’atto costitutivo, e non allo statuto.

Fatte queste premesse si anticipa già da ora che l’oggetto dell’analisi delle prossime pagine non riguarda l’inserimento della clausola di riscatto in sede costitutiva della società, in quanto in quel caso non si pone alcuna alternativa fra principio maggioritario e unanimità, risultando necessaria, in quella sede, il consenso di tutti i soci. Più problematico è invece il caso, che sarà oggetto del prosieguo del paragrafo, delle maggioranze necessarie per procedere all’introduzione di una clausola di riscatto successivamente al momento costitutivo della società.

In primo luogo, per quanto concerne l’introduzione di azioni riscattabili attraverso un aumento di capitale, non sembra vi siano dubbi in dottrina sul fatto che la delibera possa essere assunta con le maggioranze necessarie alla modifica dello statuto<sup>85</sup>. In questo caso, infatti, non sorgono necessità di tutela nei confronti dei soci, dato che il contenuto delle azioni già sottoscritte non sarà oggetto di modifica, ma le azioni incorporanti una soggezione all’altrui potere di riscatto potranno essere liberamente sottoscritte dai soci e dai terzi in conformità alla disciplina di cui all’art. 2441, c.c.<sup>86</sup>.

Il problema, invece, sorge nel momento in cui la clausola di riscatto vada ad incidere su titoli già in circolazione. La soluzione al problema dipende dalla possibilità di inquadrare il riscatto azionario all’interno della fattispecie delle clausole limitative della circolazione.

---

<sup>83</sup> IBIDEM, 82. Nel senso che l’oggettivizzazione della riscattabilità all’interno del titolo azionario fa sì che la regola di *default* sia quella per cui la riscattabilità sia una caratteristica “immanente” e “permanente” alle azioni che vi sono soggette.

<sup>84</sup> SPOLIDORO, *Principi e regole in materia di esecuzione del riscatto di azioni: possibili cautele statutarie*, in *Riv. not.*, 2023, 260

<sup>85</sup> PISTOCCHI, *Le azioni riscattabili e fondi propri*, 147

<sup>86</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 295; e Massima n. 99 del 18 maggio 2007 del Consiglio Notarile di Milano.

Infatti le clausole limitative della circolazione possono essere introdotte in statuto con le normali maggioranze, salvo il diritto di recesso dei soci. Sul punto una parte della dottrina afferma che la clausola di riscatto opera come un meccanismo in grado di caducare il rapporto associativo che lega la società al socio, diversamente dalle clausole che limitano la circolazione azionaria, le quali non sarebbero in grado di produrre il medesimo effetto. Da questa constatazione, si giunge a negare la riconducibilità dell'istituto di cui all'art. 2437-*sexies*, c.c., alle clausole di cui all'art. 2355-*bis*, c.c.<sup>87</sup>.

La giurisprudenza di merito<sup>88</sup>, ed il Consiglio Notarile di Milano<sup>89</sup>, ritengono che sia necessario, normalmente, il consenso dei titolari delle azioni oggetto di conversione forzata in azioni riscattabili.<sup>90</sup>

Il Consiglio notarile di Milano, ammette l'introduzione di una clausola di riscatto nello statuto di una S.p.A. durante la vita della stessa, a condizione che la delibera di modifica dello statuto sia assunta con il voto favorevole dei soci le cui azioni siano oggetto di conversione. Altrimenti, l'introduzione della clausola in statuto può avvenire con una delibera assunta a maggioranza del capitale, in primo luogo se sia consentito, e non imposto, ai soci di convertire le loro azioni in azioni riscattabili. In secondo luogo l'introduzione della clausola potrà avvenire a maggioranza se la riscattabilità delle azioni spetti a ciascuna azione al verificarsi di situazioni indicate nello statuto e nessuna delle azioni in circolazione, al momento dell'introduzione della clausola di riscatto, si trovi in tali situazioni. Se

---

<sup>87</sup> GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, sub art. 2355-*bis*, in *Le Società per Azioni*. Codice civile e norme complementari, diretto da Abbadessa – Portale, 660, *ivi* 672. È della stessa idea anche CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, 45.

<sup>88</sup> Trib. Perugia 25 febbraio 2008, in *Giur. Comm.*, 2010, 304, con nota di TRIPPUTI; Trib. Milano 24 marzo 2011, in *Banca, Borsa e tit. Cred.*, 2013, con nota di DE LUCA, 59; in *Riv. Dir. Soc.*, 2011 con nota di MALIMPENSA, 655; , in *Giur. Comm.*, con nota di RESCIO, 1055.

<sup>89</sup> Massima n. 99 del 18 maggio 2007 Consiglio notarile di Milano

<sup>90</sup> *Contra*: Prima della riforma del diritto societario si veda CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, 220. L'A. sminuisce la conseguenza che l'introduzione di una clausola di riscatto possa comportare la perdita della qualità di socio in capo ai soci le cui azioni siano oggetto di conversione forzata, in quanto ritiene superata la teoria dei diritti individuali degli azionisti. Dopo la riforma, sempre affermando l'ammissibilità rispetto all'introduzione a maggioranza della clausola di riscatto, si veda: MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, 122 e 124. L'A. ritiene che nell'assetto della società azionaria non esistano situazioni giuridiche non modificabili a maggioranza, salvo l'applicazione del principio di buona fede e di parità di trattamento, nonché del rispetto delle regole dettate in tema di assemblee speciali ai sensi dell'art. 2376 c.c., qualora vi siano i presupposti.

quest'ultimo requisito non fosse rispettato, ci si troverebbe di fronte ad un caso di esclusione del socio sotto mentite spoglie (non ammesso nel tipo delle società per azioni), con conseguenze discriminatorie nei confronti di quest'ultimo. Dunque, ritiene il Consiglio Notarile di Milano, qualora non tutte le condizioni sopra enunciate fossero soddisfatte, sarebbe necessario il consenso dei titolari delle azioni che siano oggetto di conversione a seguito della delibera, in quanto a questi, potrebbe essere sottratto lo *status socii*<sup>91</sup>.

La giurisprudenza di merito<sup>92</sup>, a sua volta, si era trovata a decidere su un caso concernente l'introduzione a maggioranza di una clausola di riscatto *durante societate*. Nel caso di specie, l'oggetto del giudizio riguardava una clausola che prevedeva che il riscatto fosse esercitabile nei confronti di azioni in possesso - dunque già in circolazione - di soggetti che svolgessero attività di concorrenza con la società stessa. Al momento dell'introduzione in statuto della clausola, però, il socio di minoranza si trovava già in possesso di un pacchetto azionario in una società concorrente. Il Tribunale, seguendo il dettato della Massima del Consiglio Notarile di Milano, ha riconosciuto la legittimità di clausole di riscatto introdotte a maggioranza a patto che nessuno dei soci si trovasse in una posizione che legittimasse l'immediato esercizio del potere di riscatto. Al contrario, la clausola introdotta dalla delibera impugnata era stata, ritiene il tribunale, disegnata "su misura" al fine di escludere il socio dalla compagine sociale<sup>93</sup>. Il tribunale, enunciava (implicitamente) la regola secondo cui, nel caso in cui la clausola di riscatto venga introdotta nel momento in cui alcuni azionisti si trovino già nelle condizioni legittimanti il riscatto, la decisione dovrà essere assunta con il voto favorevole dei soci le cui azioni diventino riscattabili a seguito della delibera<sup>94</sup>.

Tali conclusioni sembrano essere ulteriormente rafforzate, dalla disciplina euro unitaria di settore (art. 82, lett. a), dir. 1132/2017), la quale espone la regola per cui la clausola

---

<sup>91</sup> Massima n. 99 del 18 maggio 2007 Consiglio notarile di Milano; *Contra*: CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, 220; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, 121.

<sup>92</sup> Trib. Perugia 25 febbraio 2008, in *Giur. Comm.*, 2010, 304, con nota di TRIPPUTI.

<sup>93</sup> TRIPPUTI, *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto, divieto di concorrenza del socio e sanzioni statutarie per la violazione di tale divieto*, 330.

<sup>94</sup> Trib. Perugia 25 febbraio 2008, in *giur. Comm.*, 2010, 304, con nota di TRIPPUTI, riconosce che "ogniquale sia in discussione non già qualsivoglia diritto individuale del socio... ma la stessa persistenza nella compagine sociale, non potrebbe mai darsi esclusivo rilievo al principio maggioritario, che si trasformerebbe sempre in abuso". Nello stesso senso: PISTOCCHI, *Le azioni riscattabili e fondi propri*, 142.

legittimante il riscatto azionario debba essere inserita in statuto prima che le azioni riscattabili siano sottoscritte dai soci. Ne consegue la regola secondo cui, o la clausola di riscatto incide esclusivamente su azioni di nuova emissione, oppure, qualora riguardi azioni già in circolazione, la loro conversione in azioni riscattabili deve essere subordinata al consenso dei soci titolari delle partecipazioni oggetto di conversione<sup>95</sup>.

Dunque, sulla base di quanto precede, sarà possibile introdurre una clausola di riscatto *durante societate* a maggioranza se: la clausola vada ad incidere su azioni di nuova emissione; se riguardi tutte le azioni in circolazione, e con le condizioni enunciate sopra (deve essere rivolta a tutte le azioni e deve prevedere condizioni di riscatto non ancora verificatesi al momento dell'introduzione in statuto della clausola); qualora la conversione dei titoli non sia forzata, ma a discrezione dei singoli soci. Sarà, al contrario, necessario il consenso degli azionisti le cui partecipazioni siano oggetto di conversione forzata in azioni riscattabili, qualora non fossero rispettate le condizioni enunciate dal Consiglio Notarile di Milano e dalla giurisprudenza di merito.

### **3. L'estensione della clausola di riscatto.**

Il dettato dell'articolo 2437-*sexies*, c.c. prevede che il carattere della riscattabilità possa incidere sulle azioni o su categorie di esse. Innanzitutto sulla base del dettato legislativo è opportuno rilevare come, qualora tutti i titoli in circolazione siano soggetti al potere di riscatto, non si verrà a configurare una categoria speciale di azioni riscattabili, in quanto non vi saranno "diritti diversi" tali da differenziare i titoli fra loro sulla base della soggezione all'altrui potere di riscatto<sup>96</sup>. Sembra, poi, possibile attribuire il carattere della riscattabilità a titoli di una determinata categoria azionaria già esistente<sup>97</sup>. Si ricorda, però, che nel caso

---

<sup>95</sup> CIOCCA, sub. 2437-*sexies* c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, diretto da d'Alessandro, PICCIN, 2011, 817; DE LUCA, *Vengo anch'io, non tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinarsi*, in *An. Giur. Econ.*, 2021, 341. *Contra*: NOTARI, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, in *An. Giur. Econ.*, 2021, 383, *ivi* 390, nota n. 18.

<sup>96</sup> PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003, 1268, *ivi* 1307; Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 99 del 18 maggio 2007. È della stessa idea anche: SPOLIDORO, *Principi e regole in materia di esecuzione del riscatto di azioni: possibili cautele statutarie*, in *Riv. not.*, 2023, 258.

<sup>97</sup> SPOLIDORO, *Principi e regole in materia di esecuzione del riscatto di azioni: possibili cautele statutarie*, in *Riv. not.*, 2023, 259; PISTOCCHI, *Le azioni riscattabili e fondi propri*, 149.

appena descritto, sarà necessaria la doppia approvazione a maggioranza dell'assemblea ordinaria e dell'assemblea di categoria, dovendosi applicare l'art. 2376 c.c.

Qualora, invece, venissero convertite solo alcune azioni, si pone la questione, di non facile risoluzione, dell'interpretazione del termine "diritti diversi" utilizzato dall'art. 2348 c.c., che serve a delimitare i tratti di una categoria azionaria speciale. Tale questione è particolarmente rilevante, poiché la disciplina delle assemblee speciali di cui all'art. 2376 c.c. si applica esclusivamente alle categorie speciali di azioni. In altri termini, solo qualora il potere di riscatto di un'azione possa essere considerato un diritto diverso, si applicheranno alle azioni riscattabili le norme previste dal codice in materia di assemblee speciali.

La dottrina e gli orientamenti notarili sono divisi sul punto: vi è chi sostiene che il termine "diritti diversi" vada inteso in senso restrittivo, facendovi rientrare soltanto posizioni giuridiche soggettive attive<sup>98</sup>, altri invece, adottando un'interpretazione più estensiva, hanno ritenuto che costituiscano categorie speciali di azioni dotate di "diritti diversi", qualsivoglia insieme di titoli azionari che presentino una situazione giuridica in grado di differenziarli dagli altri, e che non si concretizzi necessariamente sotto la forma dello schema diritto soggettivo-dovere<sup>99</sup>. Tale orientamento, ritiene che il concetto di "diritti diversi" possa essere ricondotto alla totalità delle posizioni giuridiche soggettive che possono riguardare i titoli azionari, rientrandovi fra queste anche la soggezione che caratterizza la posizione giuridica soggettiva del titolare di azioni riscattabili. Questa ricostruzione, sembra essere idonea a consentire l'applicazione dell'art. 2376 c.c. qualora si vogliano modificare le regole della riscattabilità dei titoli<sup>100</sup>. Pertanto, qualora vengano introdotte, tramite la conversione di alcune azioni o emissione di nuovi titoli, azioni riscattabili, queste costituiranno una categoria azionaria speciale *ex art. 2348 c.c.*

---

<sup>98</sup> FERRARA JR., CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 2006, 417;

<sup>99</sup> NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Abbadessa-Portale, Torino, UTET, 2006, 603; DELLI PRISCOLI, *Il recesso delle società per azioni*: [artt. 2437-2437-sexies], 210; SPOLIDORO, *Principi e regole in materia di esecuzione del riscatto di azioni: possibili cautele statutarie*, in *Riv. not.*, 258, 2023.

<sup>100</sup> Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 99 del 18 Maggio 2007.

Sulla base di quanto precede sembra potersi affermare che lo statuto possa creare, seguendo il dettato dell'art. 2348 c.c., azioni riscattanti, cioè azioni caratterizzate dal potere di riscatto<sup>101</sup>.

Per concludere sembra opportuno domandarsi cosa accada se la clausola di riscatto vada ad incidere su una o più categorie di azioni speciali già esistenti al momento di introduzione della clausola di riscatto. Qualora la clausola di riscatto incida su categorie azionarie già esistenti, si ritiene che, le azioni, pur restando di categorie diverse, vadano a costituire un'unica categoria azionaria caratterizzata dalla soggezione al potere di riscatto. Dunque, per quelle deliberazioni che incidono sul diritto di riscatto, gli azionisti, titolari di azioni di categorie azionarie diverse, voteranno nella medesima assemblea speciale<sup>102</sup>.

#### **4. Il potere di riscatto: esercizio da parte della società**

La disciplina delle azioni riscattabili attribuisce il potere di riscatto alternativamente, o eventualmente anche cumulativamente, alla società e ai soci<sup>103</sup>. Il riscatto azionario, se esercitato dalla società, può essere finalizzato alla riduzione del capitale sociale, oppure no. Qualora non lo sia, e quindi risulti applicabile l'art. 2437-*sexies*, c.c., è necessario domandarsi quale sia l'organo sociale titolare del potere di riscatto. L'orientamento della dottrina riguardo all'organo sociale titolare del potere di esercizio del riscatto è mutato a seguito della riforma del diritto societario del 2003: infatti, se prima della riforma la dottrina prevalente riteneva non necessario l'intervento dell'organo assembleare, ritenendo che si trattasse di un caso diverso da quello dell'acquisto di azioni proprie<sup>104</sup>, a seguito dell'introduzione dell'art. 2437-*sexies*, c.c., si ritiene invece che sia l'assemblea dei soci a dover autorizzare gli amministratori a provvedere al riscatto di azioni. Infatti la norma sul riscatto azionario rinvia

---

<sup>101</sup> GALLETTI, *Sub art. 2437-sexies*, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, 1634.

<sup>102</sup> SPOLIDORO, *Principi e regole in materia di esecuzione del riscatto di azioni: possibili cautele statutarie*, in *Riv. not.*, 2023, 259.

<sup>103</sup> DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Società*, 2008, 415, 421

<sup>104</sup> GALLETTI, *il recesso nelle società di capitali*, 134; CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni* 22; CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1983, 506, ivi 515. L'a. sostiene che, essendo l'esercizio del diritto di riscatto di azioni sottoposto al verificarsi di eventi specificamente e preventivamente indicati in statuto, non si vede la necessità dell'intervento dell'organo assembleare.

esplicitamente all'articolo 2357, c.c., il quale dispone che per acquistare azioni proprie la società provveda attraverso una delibera assunta dall'organo assembleare. Tale orientamento si basa sull'assunto che il riscatto, come del resto l'acquisto di azioni proprie, vincoli le risorse disponibili della società, per procedere al riscatto. Per questo motivo si ritiene necessario l'intervento assembleare<sup>105</sup>.

L'autorizzazione, conformemente al dettato dell'articolo 2357, c.c. soggiace al limite temporale di diciotto mesi (si ricordi, l'autorizzazione all'esercizio del riscatto, e non la validità della clausola di riscatto, la quale produrrà effetti fino allo scioglimento della società). Infine, nel silenzio della legge, pare sia rimessa all'autonomia statutaria stabilire se gli amministratori siano obbligati a riscattare entro il termine accordato dall'assemblea straordinaria, o no, e cioè se, una volta rilasciata da parte dell'assemblea l'autorizzazione al riscatto senza alcuna indicazione circa l'obbligatorietà di siffatto atto, gli amministratori siano tenuti ad esercitare il potere di riscatto (in caso di silenzio, sembra preferibile rispondere in senso negativo)<sup>106</sup>.

## **5. Il potere di riscatto: Esercizio da parte dei soci**

Il potere di riscatto può essere esercitato oltre che dalla società, anche dai soci. Peraltro, l'utilizzo, da parte del legislatore del termine generico "soci" pone una serie di dubbi interpretativi. Il primo riguarda la possibilità che per soci si intendano anche i titolari di azioni riscattabili. Si è concluso nei paragrafi precedenti nel senso che, da un lato, la lettera della legge indirizza l'interprete a identificare il riscatto azionario tipizzato dall'art. 2437-*sexies*, c.c. solo a favore dei soci diversi dai titolari di azioni riscattabili, ma nell'altro rimane aperta la possibilità di introdurre statutariamente categorie azionarie speciali caratterizzate da un diritto al riscatto (cioè le c.d. azioni redimibili)<sup>107</sup>.

Il secondo dubbio interpretativo riguarda se il potere di riscatto possa essere attribuito nominativamente all'interno del contratto sociale, oppure se lo statuto debba riferirsi alle

---

<sup>105</sup> CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2005, 53.

<sup>106</sup> SPOLIDORO, *Principi e regole in materia di esecuzione del riscatto di azioni: possibili cautele statutarie*, in *Riv. not.*, 276, 2023.

<sup>107</sup> Il tema è oggetto di approfondimento: *infra*, Cap II, par. 7.

partecipazioni azionarie nell'assegnazione di siffatto potere. Il problema non si pone qualora lo statuto attribuisca il potere di riscatto a tutti i soci che si vengano a trovare in determinate condizioni. Infatti, in questo caso, potenzialmente qualunque azionista potrebbe riscattare le altrui azioni (si pensi alla clausola che colleghi il potere di riscatto al possesso di una certa quantità di azioni). La questione problematica, però, è un'altra, e riguarda l'ammissibilità di scegliere in modo selettivo i soggetti titolari del potere di riscatto oppure se sia necessario ricollegare tale potere a determinati titoli azionari.

L'interpretazione del dato letterale sembrerebbe deporre a favore della tesi per cui, anche nelle S.p.A., oltre che nelle S.R.L., sia ammessa una attribuzione di tipo nominalistico di posizioni giuridiche soggettive. Infatti, almeno per quanto concerne il riscatto azionario, la legge si occupa di trattare la posizione giuridica soggettiva passiva nel senso di "azioni", mentre quella attiva in termini di "soci" (o società). Ciò sembrerebbe giustificare un criterio di allocazione delle posizioni giuridiche soggettive di carattere soggettivo, qualora si tratti dell'attribuzione di un potere di riscatto ai soci (quindi da intendersi come i titolari della partecipazione), e di carattere invece prettamente oggettivo nel momento in cui vengono identificate le azioni soggette al potere di riscatto altrui<sup>108</sup>.

Un altro orientamento dottrinale, però, rileva come nel sistema del diritto azionario, diversamente da quanto accade per le quote di S.r.l., vige il principio dell'irrelevanza dei caratteri soggettivi della persona del socio, poiché ciò che rileva è l'azione, e non il socio in quanto tale. In altri termini, i diritti (intesi come ogni posizione giuridica soggettiva) nelle società per azioni sono necessariamente collegati alle azioni, e mai ai soggetti titolari delle stesse, a meno che non sia prevista una deroga di matrice legale. Da ciò si può concludere affermando l'impossibilità di prevedere clausole statutarie che attribuiscono il potere di riscatto individuando i soci in modo nominativo all'interno del contratto sociale. Questi,

---

<sup>108</sup> In senso dubitativo, VITALI, *Le azioni riscattabili*, 158. L'A. condivide, invece, la tesi opposta, e maggioritaria in dottrina, per cui il potere di riscatto (come ogni altro diritto o dovere all'interno di società per azioni) non possa essere riconosciuta direttamente in capo ad un determinato socio, sulla base della "sostanziale irrilevanza degli azionisti all'interno della società azionaria, cit. 159.

infatti, potranno essere identificati soltanto facendo ricorso a criteri di carattere oggettivo, e quindi relativi alla partecipazione azionaria, e mai nominalmente<sup>109</sup>.

### **5.1. Analogie con le clausole di *drag along e bring along*.**

Dopo aver descritto la fattispecie delle azioni riscattabili, ora ci si occuperà di verificare se la disciplina dettata in tema di riscatto azionario risulti applicabile anche ad alcuni istituti - sia tipici, che atipici – idonei a raggiungere un risultato assimilabile a quello delle clausole di riscatto, partendo, nel presente paragrafo, dall’analisi delle clausole di trascinamento (c.d. *drag-along clauses*) e di *bring along*.<sup>110</sup> Innanzitutto verrà definita la fattispecie delle clausole di *drag-along*, sarà poi descritta la natura giuridica delle clausole di trascinamento, per poi, infine, occuparsi dei problemi applicativi che caratterizzano siffatte clausole. Successivamente ci si occuperà delle clausole di prelazione impropria.

---

<sup>109</sup> Prima della riforma si veda: BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo Portale, 2\*, 1991, 48; dopo la riforma del diritto societario si veda: ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 68; VITALI, *Le azioni riscattabili*, 159; SCIUTO – COLAIORI, *La società per azioni*, SPADA con FIGÀ-TALAMANCA, OLIVIERI, SALAMONE, SCHIUMA, SCIUTO, in *trattato di diritto privato* a cura di Iudica e Zatti, 2025, 250; MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, 76. L’A. afferma che la disuguaglianza di diritti può essere inerente solo a categorie di azioni, in quanto essa, cioè la disuguaglianza dei diritti, non può riguardare una sola azione, né, tantomeno, la persona del socio. In senso dubitativo, in relazione alle azioni riscattabili si veda: DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento*, in *Banca borsa tit. Cred.*, 2009, 180. L’A. sostiene che in certi casi, per esempio nel riscatto azionario, individuare nominalmente i soci in quanto la legge fa riferimento, all’art. 2437-*sexies* ai “soci”. Sembra aderire a quest’ultimo orientamento anche SPOLIDORO, *Principi e regole in materia di esecuzione del riscatto di azioni: possibili cautele statutarie*, in *Riv. not.*, 2023, 263

<sup>110</sup> La prassi commerciale insegna che qualora più soggetti siano titolari di beni (o diritti) complementari, potrebbero essere interessati a coordinarsi in relazione ad eventuali alienazioni. Siffatto interesse nasce dal fatto che l’alienazione di due o più beni tra loro complementari, allo stesso acquirente, permette di ottenere migliori condizioni economiche, rispetto ad una vendita separata ed autonoma degli stessi beni. Tale rapporto di complementarità è presente anche nel mondo del diritto societario, in particolare nel diritto azionario. La complementarità può essere simmetrica (si pensi a due azionisti con lo stesso numero di azioni): in questo caso ciascun titolare dei due beni, seppur separati, vede accresciuta la sua utilità se goduto insieme all’altro. Nel campo del diritto azionario però, molto spesso il rapporto di complementarità non è esattamente simmetrico, ma vi sono dei beni principali (cioè le azioni che fanno capo al socio di maggioranza) e beni secondari (le altre azioni). In questo caso il bene principale attribuisce al suo titolare una utilità (quasi) piena anche se goduto autonomamente. Diversamente l’utilità del bene secondario è strettamente legata a quella del bene principale, e dunque, gode di una scarsa utilità se non unito a quest’ultimo. In questo senso si veda: C. D’ALESSANDRO, *Patti di covendita (tag along e drag along)*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2010, 373, *ivi* 376.

Le clausole di trascinamento fanno parte del *genus* delle clausole di covendita. Gli operatori giuridici, al fine di garantire un agevole *exit* dei soci, tanto di minoranza, quanto di maggioranza, hanno iniziato ad adottare pattuizioni di *co-sale*, le quali stabiliscono obblighi o diritti in capo ai soci nel caso di una cessione a favore di terzi del proprio pacchetto azionario<sup>111</sup>.

Il *drag along* può essere definito come quella clausola, statutaria o parasociale, che attribuisce ad uno dei soci (normalmente al socio di maggioranza, ma ciò non è obbligatorio), o ad entrambi, il diritto di negoziare la vendita con terzi potenziali acquirenti, non solo della propria partecipazione, ma anche quella dell'altro, o di altri soci, alle stesse condizioni negoziate per la cessione della sua partecipazione.<sup>112</sup>

I beneficiari di una clausola di trascinamento sono, in primo luogo, il socio trascinatore (cioè il titolare del diritto di *drag along*,) che potrà godere del premio di maggioranza (nel caso in cui sia un socio di minoranza) o, nel caso in cui sia un'azionista di maggioranza, potrà dismettere una partecipazione maggiore – eventualmente anche di tutte le azioni in circolazione - rispetto a quella in suo possesso ad un prezzo tendenzialmente superiore rispetto ad un'alienazione autonoma del proprio pacchetto azionario. In definitiva, siffatta clausola persegue l'obiettivo di far ottenere migliori condizioni economiche per il socio che intende vendere il proprio pacchetto azionario<sup>113</sup>. In secondo luogo l'acquirente potrà beneficiare di siffatte clausole in quanto potrà acquistare l'intero capitale senza che vi siano soci di minoranza che potrebbero ostacolare la nuova gestione<sup>114</sup>, ovvero di un numero di azioni che gli garantisca la maggioranza in assemblea.

Le clausole di covendita sono state a lungo contenute all'interno di patti parasociali, ma a seguito della riforma del diritto societario del 2003, si è vista una migrazione dei patti di covendita dai patti parasociali agli statuti. La preferenza della sede statutaria deriva

---

<sup>111</sup> DEL LINZ, *Introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. Comm.*, 2012, 1073.

<sup>112</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io, non tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinamento*, in *An. Giur. Econ.*, 2021, 329.

<sup>113</sup> DEL LINZ, *Introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. Comm.*, 2012, 1079. Nello stesso senso: BOTTI, *Clausole di covendita e trascinamento*, Milano, 2022, 126; DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along. Nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali*, Milano, 2013, 90.

<sup>114</sup> DI BITONTO, *Clausola statutaria di drag-along: chi era costei?*, in *Società*, 2008, 1381; DE LUCA, *Vengo anch'io, non tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinamento*, in *An. Giur. Econ.*, 2021, 330;

dall'efficacia reale delle clausole inserite all'interno dello statuto, con la relativa opponibilità *erga omnes*, senza il limite di durata quinquennale previsto per i patti parasociali<sup>115</sup>. L'inserimento di clausole di trascinamento all'interno dello statuto, richiede un controllo di validità alla luce non delle regole del diritto dei contratti, quanto invece di quelle del diritto societario. Una parte della dottrina,<sup>116</sup> ha ritenuto che una clausola di trascinamento inserita all'interno dello statuto dovrebbe ritenersi nulla, in quanto attinente al momento della negoziazione sul mercato e non a quello organizzativo, e dunque, in definitiva, per la sua contrarietà alle norme che regolano l'ordinamento societario. L'orientamento appena enunciato prende le mosse dalla constatazione per cui sembrerebbe impossibile imporre ulteriori obblighi ai soci oltre a quelli dei conferimenti (ed eventualmente delle prestazioni accessorie), e dunque si dovrebbe concludere negando l'ammissibilità di clausole di trascinamento all'interno dello statuto.

Un altro orientamento ritiene che le considerazioni appena riportate non siano del tutto coerenti con il sistema di regole del diritto societario. Infatti, l'assunto per cui i soci siano gravati del solo obbligo di apportare il loro conferimento (con eccezione delle prestazioni accessorie) non sembra vietare all'autonomia statutaria di introdurre ulteriori obblighi in capo ai soci, in particolare concernenti la circolazione delle azioni. Infatti se gli azionisti possono legittimamente obbligarsi ad offrire la propria partecipazione in prelazione agli altri soci, ovvero sottoporre la cessione delle proprie azioni all'altrui gradimento mero (art. 2355-*bis*, c.c.), così potranno obbligarsi a vendere le proprie partecipazioni congiuntamente a quelle di un altro socio, al verificarsi di determinate condizioni statutariamente individuate. Infatti tali clausole (di trascinamento), se guardate da una diversa prospettiva, non attribuiscono solo il diritto di trascinare altri soci nella cessione delle proprie azioni, ma fanno sorgere il corrispondente obbligo in capo al soggetto passivo di vendere le proprie azioni alle stesse condizioni del cedente<sup>117</sup>.

---

<sup>115</sup> DEL LINZ, *Introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. Comm.*, 2012, 1074.

<sup>116</sup> ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, in *dir. Banc. Merc. Fin.*, 65. L'A. si riferisce al principio di stretta tipicità delle obbligazioni nascenti dal rapporto societario.

<sup>117</sup> DE LUCA, *ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca Borsa*, tit., cred., 2013, 70.

Le clausole di trascinamento, seppur siano senza dubbio clausole atipiche, sono state ricondotte a tre istituti tipizzati dal legislatore. Un orientamento inquadra il patto di trascinamento nello schema del mandato a vendere<sup>118</sup>. Alternativamente è stato proposto l'inquadramento della clausola di *drag along* nello schema dell'opzione di vendita a favore di terzo<sup>119</sup>, o per persona da nominare<sup>120</sup>.

Una parte della dottrina e della giurisprudenza di merito, sulla base delle considerazioni che seguono, ritengono riconducibili le clausole di trascinamento inserite nello statuto a un meccanismo di riscatto, ai sensi dell'art. 2437-*sexies*, c.c. Le clausole di trascinamento, fanno sorgere il potere in capo ad un socio di determinare la cessazione del rapporto sociale di un altro, esattamente come accade nel caso di riscatto azionario, attraverso un trasferimento immediato della proprietà in capo al riscattante al momento dell'esercizio del diritto potestativo<sup>121</sup>.

Gli autori che si sono occupati della clausola di riscatto ammettono la possibilità di attribuire il potere di riscatto ad un terzo soggetto non socio, sebbene la legge non preveda espressamente tale possibilità. Se quanto appena affermato si ritenesse corretto, allora parrebbe possibile ricondurre la clausola di trascinamento a quella di riscatto, dato che l'acquisto del terzo delle azioni del soggetto passivo di un patto di trascinamento, sarebbe equivalente all'esercizio da parte di un terzo di un diritto potestativo di riscatto<sup>122</sup>. In altri termini, i due istituti sembrano produrre i medesimi effetti sul socio passivo, e cioè la sua estromissione dalla compagine sociale.

Le questioni più dibattute in tema di clausole di *drag-along* riguardano: *in primis* il consenso necessario per la valida introduzione nello statuto di una S.p.A. di una clausola di trascinamento *durante societate*; *in secundis* come evitare che la mancata cooperazione del trascinato a consegnare i suoi titoli al terzo, possa compromettere l'intera operazione di

---

<sup>118</sup> GIAMPAOLINO, *Clausola di covendita (drag-along) ed equa valorizzazione dell'azione*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2009, 511; FABBRINI, *Validità delle clausole di drag along*, in *Giur. Comm.*, 2009, 1034, *ivi* 1039; C. D'ALESSANDRO, *Patti di covendita (tag along e drag along)*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2010, 380.

<sup>119</sup> Trib. Milano, ord. 31 marzo 2008, in *Società*, 2008, 1373, con nota adesiva di DI BITONTO.

<sup>120</sup> PROVERBIO, *I patti parasociali*, Milano, 2004, 72.

<sup>121</sup> Sulla natura giuridica delle azioni riscattabili si veda *supra*, Cap. II, Par. 2.

<sup>122</sup> Trib. Milano, ord. 31 marzo 2008, in *Società*, 2008, 1373, con nota di DI BITONTO, in *Banca, borsa, tit. Cred.*, con nota di DE LUCA, 59.

vendita; ed infine l'applicabilità per analogia dei criteri di valutazione delle partecipazioni azionarie ai sensi dell'articolo 2437-ter, c.c.

Per quanto concerne il primo quesito, cioè l'introduzione *durante societate* della clausola di trascinamento, si sono pronunciati il Consiglio Notarile del Triveneto<sup>123</sup> e la giurisprudenza di merito<sup>124</sup>. Il Consiglio Notarile del Triveneto, con una Massima del 2006, ha ritenuto ammissibile l'introduzione a maggioranza, *durante societate*, di una clausola di trascinamento. Tale facoltà è stata ritenuta ammissibile nel nostro ordinamento a patto che la clausola in analisi venisse in concreto strutturata come l'attribuzione, in capo alla maggioranza, della facoltà di porre fine all'investimento comune, e non come una mera *call option*. Una clausola di *drag along*, per godere dell'appena menzionata struttura, dovrebbe dunque prevedere: la cessione (ad un terzo acquirente) contestuale di tutte le partecipazioni; garantire ad ogni socio una somma di liquidazione almeno pari a quella che risulterebbe dall'applicazione dei criteri di cui all'articolo 2473 c.c.<sup>125</sup>; ed infine garantire la parità di trattamento fra i soci.

Il Tribunale di Milano, seguendo il dettato del consiglio notarile dei Distretti riuniti delle Tre Venezie, ha negato l'iscrizione nel registro delle imprese della delibera di introduzione di una clausola di trascinamento, in quanto riconducibile ad un "congegno di vendita forzosa" delle azioni di minoranza. Infatti, il contenuto della clausola di trascinamento non sembrerebbe incidere sulla libera circolazione delle azioni, imponendo speciali condizioni per il trasferimento delle stesse, quanto invece, nel senso di privare i soci di minoranza della possibilità di rimanere nella compagine azionaria. Da queste premesse il tribunale giunge alla conclusione che le clausole di trascinamento non siano riconducibili, in quanto a fattispecie, a mere clausole limitative della circolazione delle azioni, quanto invece a clausole di riscatto di cui all'art. 2437-sexies c.c., in quanto anche nel caso della soggezione all'altrui potere di riscatto, la permanenza del socio nella compagine sociale dipende dalla volontà altrui.

---

<sup>123</sup> Massima del Consiglio Notarile del Triveneto, n. I.I.25/2006.

<sup>124</sup> Trib. Milano 24 marzo 2011, in Banca, Borsa e tit. Cred., 2013, con nota di DE LUCA, 59.

<sup>125</sup> Il consiglio notarile del triveneto si riferisce a statuti di società a responsabilità limitata.

Se dunque una *drag along clause* non può essere ricondotta ad una clausola limitativa della circolazione, ma ad una clausola di riscatto, allora non si applicherà la norma di cui all'art. 2437, secondo comma lett. b), c.c. La corte conclude affermando che l'introduzione di clausole che si risolvano nella soggezione di un socio all'altrui potere di determinare la cessazione stessa del rapporto sociale (come per il caso del riscatto azionario) siano introducibili solo con il consenso del socio "trascinabile" o "riscattabile", essendo questa (cioè la permanenza dello *status socii*) materia non disponibile alla maggioranza.

In dottrina, però, è stato fatto notare come le clausole statutarie vincolano in modo oggettivo tutti i soci. È stato osservato, cioè, come un socio legittimato a trascinare gli altri, potrebbe trovarsi, in futuro, nella posizione di essere estromesso dalla compagine sociale in quanto trascinato in forza di una clausola di *drag along*. Da queste premesse si è suggerita la soluzione per cui, sarebbe necessario non il consenso dei soci di minoranza soggetti al trascinamento, ma il consenso di tutta la compagine sociale, senza operare alcuna distinzione fra soci "trascinanti" e "trascinati"<sup>126</sup>.

Per concludere, viene ora proposta una soluzione al rischio che la mancata cooperazione dell'obbligato a consegnare i propri titoli al terzo in caso di esercizio del *drag along* possa incidere negativamente sulla conclusione dell'accordo fra l'alienante e socio. La dottrina ha fatto notare come potrebbe risultare utile consegnare i titoli dell'obbligato (cioè del soggetto passivo del rapporto di *drag along*) ad un *escrow agent*. Quest'ultimo avrà dunque la doppia funzione di depositario dei titoli e di mandatario a vendere senza rappresentanza in caso di esercizio del potere di trascinamento.<sup>127</sup>

Per quanto concerne l'applicabilità dei criteri di equa valorizzazione delle partecipazioni trascinate in forza di una clausola di *drag-along*, si rinvia al prosieguo del lavoro<sup>128</sup>.

---

<sup>126</sup> RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell'investimento azionario. Unanimità o maggioranza nell'introduzione della clausola di drag-along*, in *Giur. Comm.*, 2012, 1055, ivi 1057.

<sup>127</sup> DE LUCA, *ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca, borsa, tit., cred.*, 2013, 71, nonché della stessa idea rispetto all'utilità della consegna dei titoli ad un *escrow agent*: DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along. Nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali*, 91.

<sup>128</sup> Si rinvia a CAP. III, par. 2.1.

Simile per struttura alla clausola di trascinamento è quella di c.d. *bring along*. La differenza fra le due clausole risiede nell'allocazione del diritto potestativo di trascinamento: se infatti, come ricordato, nella clausola di *drag along* il potere di trascinare è attribuito ad un socio, nella variante *bring along* il diritto potestativo a vedersi venduta non solo la partecipazione oggetto di negoziazione, ma anche quella di un altro socio, è rimessa al terzo acquirente. Detto in altre parole, nel *bring along*, lo statuto riconosce ad un terzo (che presenti un'offerta di acquisto di un certo numero di azioni) il potere di acquistare, oltre al pacchetto azionario offertogli dal socio, anche quello dell'altro azionista che ha sottoscritto la clausola in questione. Da queste considerazioni si nota come, qualora venga esercitata una clausola di *bring along*, il socio che si trova a negoziare la propria partecipazione non ha il diritto di trascinare l'altro socio, quanto il dovere di alienare, congiuntamente alla propria partecipazione ed alle stesse condizioni, anche quella dell'altro socio.<sup>129</sup>

Per concludere, è necessario ricordare che, sia in presenza di una clausola di *drag along*, che in presenza di una clausola di *bring along* le azioni del socio obbligato rimangono *medio tempore* liberamente alienabili autonomamente. Ovviamente, qualora queste clausole dovessero essere inserite nello statuto, tali clausole saranno opponibili ai terzi aventi causa, data l'efficacia reale delle clausole statutarie.

## **5.2. Il caso di *squeeze out*.**

Il Testo Unico della Finanza disciplina, all'art. 111, il c.d. diritto di acquisto. Tale norma prevede una disciplina per le sole società azionarie, le cui azioni siano negoziate sui mercati regolamentati, secondo la quale norma, il diritto di acquisto (noto anche come diritto di *squeeze out*) nasce quando l'offerente detiene, a seguito di un'OPA totalitaria, almeno il novantacinque per cento delle azioni. Il diritto di acquisto si configura come il diritto di acquistare i titoli residui (della stessa categoria) entro tre mesi dalla scadenza del termine per l'adesione all'offerta di acquisto. La legge prevede, inoltre, da un lato quale elemento costitutivo per il sorgere del diritto di acquisto, che l'offerente abbia dichiarato nel

---

<sup>129</sup> BOTTI, *Clausole di covendita e trascinamento*, 122. Riconosce la differenza fra *drag along* e *bring along* anche DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along. Nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali*, 141.

documento di offerta di volersi avvalere di tale diritto, e dall'altro che le condizioni di acquisto forzoso siano le stesse dell'offerta pubblica di acquisto.

Quindi, al verificarsi di tutte le condizioni sopra enunciate, l'offerente si viene a trovare nella possibilità di escludere forzosamente il socio (o più probabilmente, i soci) di minoranza.

Il diritto di acquisto, così come disciplinato dal TUF (e dunque normativa applicabile soltanto alle società quotate), è simile, per struttura, alle clausole di riscatto, in quanto attribuisce all'offerente il potere di acquistare le altrui partecipazioni, così come la clausola di riscatto lo attribuisce al socio titolare del diritto di riscatto.

A tale proposito, una parte della dottrina, anche se consapevole delle analogie fra i due istituti, ha ritenuto che le regole previste dal TUF abbiano carattere eccezionale e dunque non possano essere applicate all'interno di società per azioni non quotate; pertanto non sembrerebbe possibile inserire una clausola di riscatto nello statuto, che preveda il diritto di acquisto a favore del socio che superi una determinata soglia di possesso azionario<sup>130</sup>.

Un diverso orientamento ritiene invece di poter configurare la clausola di riscatto come una clausola attributiva di "diritti di quota" ai soci che superino determinate soglie di possesso azionario<sup>131</sup>. Lo statuto potrebbe, dunque, riconoscere, il potere di riscatto ai soci che si vengano a trovare in possesso di una determinata quantità di titoli (attraverso una conversione dei loro titoli in azioni riscattanti)<sup>132</sup>.

Per quanto riguarda il valore di riscatto lo statuto potrà determinarlo autonomamente, seppur sempre dentro le maglie dell'art. 2437-ter, comma quarto, c.c.

## **6. Analogie e differenze fra esclusione e riscatto azionario.**

Il riscatto azionario di cui all'art. 2437-sexies, riferito alle società per azioni e l'esclusione di cui all'art. 2473-bis, riferito alle società a responsabilità limitata, seppur

---

<sup>130</sup> SALAFIA, *Squeeze out statutario*, in *Società*, 2007, 1450, ivi 1452.

<sup>131</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 166.

<sup>132</sup> LUCIANO – LACCHINI, *Lo squeeze out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. Comm.*, 2011, 904, ivi 905.

essendo strutturalmente diversi, producono (o forse meglio dire, possono produrre) i medesimi effetti: la liquidazione della partecipazione societaria.

Peraltro, anche se il risultato ottenuto a seguito del riscatto e dell'esclusione possa sembrare lo stesso, i due istituti sono profondamente diversi dal punto di vista strutturale. Infatti, è necessario ricordare, in primo luogo, che la clausola di riscatto incide sulla partecipazione azionaria e non sulla persona del socio, come invece avviene in caso di esclusione nelle S.R.L.<sup>133</sup>.

A questa differenza fra gli istituti, se ne aggiunge un'altra che, rileva dal punto di vista degli effetti; infatti, nulla vieta che il riscatto venga esercitato soltanto su alcune azioni del socio, comprimendone la partecipazione, ma non eliminando il rapporto associativo che lo lega alla società. Questa situazione, invece, non potrà mai verificarsi nel caso dell'esclusione: la natura soggettiva (o se si vuole, personalistica) della quota di S.R.L. fa sì che destinatario diretto dell'esclusione sia il socio, che esce completamente e definitivamente dalla compagine sociale<sup>134</sup>.

Un'ulteriore differenza fra i due istituti riguarda anche il fatto che, mentre l'esercizio del riscatto azionario non è subordinato all'esistenza di una giusta causa, il diritto di esclusione può attivarsi solo in presenza di essa che, se inserita nello statuto, deve prevedere ipotesi di esclusione specifiche, non potendosi trattare di cause di esclusione generiche o discrezionali, dovendo, piuttosto, indicare comportamenti specifici del socio tali da rendere impossibile la prosecuzione del rapporto<sup>135</sup>.

Un'ulteriore differenza di carattere strutturale fra i due istituti si rinviene nel procedimento di liquidazione delle azioni oggetto di riscatto, rispetto al procedimento di esclusione del socio: per procedere al riscatto di azioni si potrà, come *extrema ratio*, ridurre il capitale sociale (ovviamente in presenza dell'autorizzazione del ceto creditorio), mentre per l'esclusione del socio la legge vieta espressamente tale possibilità (art. 2473-bis, c.c.).

---

<sup>133</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 124.

<sup>134</sup> CIAN, *Art. 2473-bis. L'Esclusione del socio*, in DOLMETTA – PRESTI (a cura di) *S.R.L. Commentario*, 498, *ivi* 502.

<sup>135</sup> PRESTI – RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, 2, Torino, 2023, 631.

## 7. L'*exit* volontario: azioni incorporanti il diritto di recesso.

Il diritto di recesso è disciplinato all'art. 2437 c.c. ed è stato più volte oggetto di modifica nel corso del tempo. Nel codice del 1942 il recesso era inteso quale istituto di carattere eccezionale: da un lato, infatti, erano poche le cause legittimanti l'esercizio del diritto di *exit*, dall'altro, il socio era fortemente disincentivato a recedere in quanto, in particolare per le società non quotate, i criteri di valutazione della partecipazione risultavano svantaggiosi, basandosi su un valore proporzionale al patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio di esercizio<sup>136</sup>. La dottrina escludeva l'ammissibilità di clausole statutarie di recesso, giustificando tale orientamento sulla base del fatto che l'uscita del socio comportasse un ostacolo allo sviluppo dell'impresa, dovuto dal depauperamento del patrimonio sociale utilizzato per liquidare i soci recedenti<sup>137</sup>. Inoltre, sulla base di quanto precede e muovendo dal principio di tassatività delle cause di recesso, si riteneva inammissibile l'attribuzione, tramite clausola statutaria, di un diritto di *put* delle proprie azioni nei confronti della società<sup>138</sup>.

A seguito della riforma del diritto societario del 2003, però, la fattispecie del diritto di recesso ha cambiato totalmente fisionomia: *in primis* sono state aumentate le cause legali di recesso, *in secundis* è stata esplicitamente ammessa la possibilità per gli statuti sociali di introdurre (ulteriori) cause di recesso (2437, comma 4, c.c.), e per finire sono stati modificati in senso migliorativo (per il socio recedente) i criteri di valutazione delle partecipazioni oggetto di recesso.

L'incremento delle ipotesi (legali e convenzionali) di recesso sono state intese da parte della dottrina come il contrappeso dovuto all'espansione dell'utilizzo del principio maggioritario<sup>139</sup>, altri, diversamente, hanno evidenziato come la nuova fisionomia dell'istituto incentivi il dialogo all'interno della compagine sociale. In altri termini, da una

---

<sup>136</sup> PISCITELLO, *Diritto di recesso*, in *Le Società per Azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa – Portale, 2497. Nello stesso senso: DI CATALDO, *Il recesso del socio di società di capitali. È legittima una clausola di recesso per giusta causa?*, in *Giur. Comm.*, 2015, 605.

<sup>137</sup> GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, VI, 1, Utet, 1993, 142.

<sup>138</sup> PRESTI, *Le clausole di riscatto nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1983, 411.

<sup>139</sup> MARASÀ, *Artt. 2437-2437 quinquies*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D'ALESSANDRO, II, PICCIN, 775, *ivi* 783.

parte la maggiore facilità con cui il socio può recedere, e dall'altra il corrispettivo in linea con il reale valore della partecipazione, fanno sì che il recesso aiuti il sorgere di negoziazioni fra azionisti di maggioranza e di minoranza sulle scelte strategiche relative all'impresa<sup>140</sup>. Altri ancora, aderendo alla tesi che identifica il conferimento in società come un investimento<sup>141</sup>, qualificano il diritto di recesso come strumento volto a facilitare il disinvestimento<sup>142</sup>.

Pare dunque corretto concludere che, nelle società per azioni non quotate, il recesso possa configurarsi sia come strumento di reazione rispetto a delibere non condivise dalla minoranza, sia come meccanismo di liquidazione dell'investimento alternativo all'alienazione delle azioni<sup>143</sup>.

È necessario, inoltre, ricordare come l'attuale disciplina dell'istituto, caratterizzata da un ampliamento dei casi legali di recesso e da un più favorevole trattamento economico riservato al recedente, tenti di bilanciare, da un lato, l'esigenza di evitare che risorse finanziarie preziose siano utilizzate per liquidare i soci, e dall'altra di assecondare la necessità di attrarre gli investimenti in società per azioni non quotate sui mercati, facilitando lo smobilizzo dell'investimento<sup>144</sup>.

Due dei problemi che hanno interessato la dottrina e la giurisprudenza fin dall'entrata in vigore del nuovo testo dell'art. 2437, c.c. hanno riguardato, da un lato l'ammissibilità in senso generale (cioè rispetto a tutte le società per azioni non quotate, siano esse contratte a tempo determinato o indeterminato) del recesso c.d. *ad nutum* (cioè senza causa), ed in

---

<sup>140</sup> ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2006, 91; ID, *Sulla tutela delle minoranze azionarie*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2016, 571

<sup>141</sup> FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Giuffrè, 2001, 25.

<sup>142</sup> FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Giuffrè, 2009, 145.

<sup>143</sup> PISCITELLO, *Diritto di recesso*, in *Le Società per Azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da ABBADESSA – PORTALE, 2499.

<sup>144</sup> ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 87. È della stessa idea DELLI PRISCOLI, *Delle modificazioni dello statuto. Diritto di recesso*, in *Commentario SHLESINGER*, Giuffrè, 2013, 5. Nello stesso senso VIETTI, *sub art 2437-2437-sexies*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di LO CASCIO, Milano, 2003, 425, il quale sostiene esplicitamente che la garanzia del socio di poter disinvestire, si trasforma in una garanzia per il reperimento dei soggetti disposti ad investire nell'impresa, sostiene infatti che «aumenta certamente la propensione all'investimento quando si è certi di poter disinvestire, in termini sufficientemente proficui, nel caso in cui lo si ritenga necessario».

secondo luogo la possibilità di incorporare il diritto di recesso all'interno di una categoria azionaria speciale.

La legge, ammette il diritto di recesso libero per le sole società per azioni contratte a tempo indeterminato non quotate su mercati regolamentati (art. 2437, comma 3, c.c.). La questione, in ultima analisi, si incentra sulla possibilità di estendere la disciplina delle società contratte a tempo indeterminato (per le quali il codice nulla dice) alle società contratte a tempo determinato mediante inserimento di un'apposita clausola statutaria.

A lungo la dottrina maggioritaria ha risposto in senso negativo a tale quesito<sup>145</sup>, facendo leva, sostanzialmente, su tre argomenti: l'eccezionalità, e quindi la non applicabilità analogica, della norma contenuta all'interno del comma 3, art. 2437, c.c., la cui *ratio* sarebbe quella di evitare che il socio rimanga “prigioniero” della società<sup>146</sup>; altra parte della dottrina, invece, si è focalizzata su un'interpretazione di carattere sistematico al fine di escludere la legittimità del recesso libero in società contratte con un termine di durata<sup>147</sup>; e, inoltre, si è fatto notare come, da un punto di vista prettamente letterale, il comma quarto della norma parli di “ulteriori cause di recesso”, mentre il recesso *ad nutum* risulterebbe privo di una

---

<sup>145</sup> Vi era anche chi, però, riteneva legittima la clausola statutaria di recesso *ad nutum*. Sul punto si veda: SFAMENI, *azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Giuffrè, Milano, 2008, 153. L'A. riconosce come non vi sia incompatibilità fra il diritto di recesso libero e la *causa societatis*, argomentando sulla base dell'art. 2437, comma terzo, c.c. Una volta escluso che il recesso *ad nutum* si ponga in contrasto con il diritto azionario, si è ritenuto che dovesse prevalere l'autonomia privata. Infatti, continua l'A., qualora il termine di durata non sia indicato nello statuto, il legislatore presume l'attualità dell'interesse all'*exit*; ciò, però, non sembra vietare alle parti una diversa valutazione dell'interesse al disinvestimento all'interno di una durata predeterminata della società.

<sup>146</sup> DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2004, 329, *ivi* 333; *Nello stesso senso*: CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 2005, 291, *ivi* 303; ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 88; DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadesse – Portale, 3, Torino, 2007, 232. Da ultimo: FERRI JR, *Recesso senza causa e autonomia statutaria*, in *Riv. Not.*, 2024, 669, *ivi* 671

<sup>147</sup> CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso “per giusta causa” nelle s.p.a. e nella s.r.l.*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, 512. L'A. ritiene «sistematicamente coerente la scelta del legislatore di precludere nella s.p.a. previsioni statutarie che consentano al socio di recedere in modo arbitrario, a prescindere cioè da una variazione delle condizioni (esterne o interne alla società) individuate nello statuto»

qualsiasi causa<sup>148</sup> e per concludere le esigenze di tutela del capitale (e quindi di riflesso, dei creditori sociali), hanno spinto a ritenere illegittima la clausola di recesso *ad nutum* nelle società per azioni contratte a tempo determinato<sup>149</sup>.

La tesi sostenuta dalla giurisprudenza di merito e dalla dottrina largamente maggioritaria è stata però cassata dalla Suprema Corte con una recente sentenza<sup>150</sup>: la Cassazione, ha infatti ritenuto ammissibile, da un lato l'introduzione negli statuti di tutte le società per azioni non quotate di una clausola statutaria di recesso *ad nutum* (a patto che venga dato un preavviso di almeno centottanta giorni), e dall'altro, si è pronunciata incidentalmente anche sul diverso problema dell'estensibilità analogica del diritto di recesso *ad nutum* previsto per le società a tempo indeterminato, alle società a tempo determinato, ma con durata abnorme.

Partendo dalla prima questione relativa all'interpretazione del quarto comma dell'art. 2437, c.c., la Suprema Corte riconosce quattro funzioni al diritto di recesso: i primi due commi del 2437 c.c. riconoscono un diritto di *exit* al socio che non abbia contribuito ad assumere delibere ritenute, dalla legge, di particolare impatto sulla vita sociale; il comma quinto, riferendosi al 2497-*quater*, riconosce il diritto di recesso ai soci di società controllate al mutamento delle condizioni iniziali di investimento, il terzo comma tutela il socio di minoranza contro vincoli perpetui, riconoscendo il diritto di recesso nel caso di società non quotate contratte a tempo indeterminato, ed infine ammettendo cause di recesso statutarie, il codice si preoccupa di tutelare la libertà del socio. La Cassazione continua poi affermando che “la sola lettera non è dirimente”, intendendo con ciò l'impossibilità di orientare

---

<sup>148</sup> STELLA RICHTER JR, *Recesso senza causa e autonomia statutaria*, in *Riv. Not.*, 2024, 673. Della stessa idea: PERRINO, *La rilevanza del socio nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *Giur. Comm.*, 2005, 810, *ivi* 823, anche se l'A. è consapevole della fragilità dell'argomento letterale.

<sup>149</sup> STELLA RICHTER JR, *Il recesso dalla società per azioni*, in *Trattato delle società*, a cura di DONATIVI, 2022, 1054.

<sup>150</sup> Cass. 29 gennaio 2024, n. 2629, in *Società*, con nota di DE LUCA, 964; in *Riv. Dir. Comm.*, con nota di ANGELICI, 128; in *Riv. Not.*, con nota di FERRI JR, 669. Sull'ammissibilità di una clausola di recesso *ad nutum* in società per azioni contratte a tempo determinato si veda: Consiglio Notarile di Milano, Massima 74 del 22 novembre 2005

l'interpretazione delle "ulteriori cause" nel senso che queste debbano essere singole e specifiche e a tutela esclusiva del dissenso del socio<sup>151</sup>.

Prosegue poi, conformemente ad una parte della dottrina, affermando che, il termine uscita (o *exit*) accomuna dal punto di vista economico il diritto di recesso con l'alienazione della partecipazione a terzi. Continua, poi, la Cassazione, dichiarando che uno dei pilastri della riforma del diritto societario del 2003 è stato quello di aumentare la competitività delle imprese, ritenendo l'estensione delle cause di recesso uno degli strumenti utilizzati per raggiungere tale obiettivo, dato che la propensione all'investimento tanto più aumenta, quanto più l'investitore sia certo della possibilità di una rapida *exit* dalla compagine sociale.

Pertanto una delle conseguenze della nuova disciplina del diritto societario è quella per cui il diritto di recesso non può più essere inteso esclusivamente come strumento di reazione della minoranza alle scelte non condivise assunte dalla maggioranza, ma più in generale come istituto che, accanto all'alienazione della partecipazione, rende più agevole la liquidazione del proprio pacchetto azionario, indipendentemente dalle decisioni assunte dalla maggioranza.

Accolta questa conclusione, la Corte conclude affermando che il recesso può anche svolgere una diversa ed ulteriore funzione, rispetto a quella di rendere facilmente liquida la partecipazione, e cioè quello di ottenere un maggiore ascolto dei soci di minoranza da parte dei soci di maggioranza, "spaventati" dal possibile utilizzo del diritto di recesso. In altri termini, il recesso libero sembra potenziare il diritti di *voice* dei soci di minoranza<sup>152</sup>.

Con la riforma, il legislatore ha inteso tutelare non solo il socio che, in disaccordo con decisioni assunte dalla maggioranza, sceglie di uscire dalla compagine sociale, ma anche l'azionista definito come investitore, per il quale la decisione di uscire non si configura quale conseguenza di dinamiche endosocietarie, bensì della valutazione che l'investimento non sia più economicamente conveniente.

---

<sup>151</sup> Allo stesso modo: DI CATALDO, *Il recesso del socio di società di capitali. È legittima una clausola di recesso per giusta causa?*, in *Giur. Comm.*, 2015, 611. L'A. sostiene che l'argomento letterale, a meno che non sia assolutamente chiaro, influenza poco il risultato interpretativo.

<sup>152</sup> In questo senso: COLAIORI, *La giurisprudenza della Corte di Cassazione e l'efficienza economica del recesso ad nutum dalle società "chiuse"*, in *Riv. Soc.*, 2024, 458, *ivi* 464. L'A. rinvia alle riflessioni di HIRSHMAN, *Exit, Voice and loyalty. Responses to decline in Firms, organizations and states*, Cambridge, 1970, 46.

In conclusione la sentenza critica l'orientamento che limitava il diritto di recesso *ad nutum* sull'assunto rischio di depatrimonializzazione della società. La corte confuta tale conclusione sulla base di due argomenti: in primo luogo rileva il ruolo meno decisivo del capitale sociale sulla base, per esempio della disciplina in tema di conferimenti, la quale ammette che i soci possano versare soltanto il venticinque per cento del conferimento; in secondo luogo rileva come l'integrità del capitale sociale non sia messa a rischio dal diritto di recesso *ad nutum* in quanto, anche in questo caso, si seguiranno le regole enunciate dall'art. 2437-*quater*, c.c., il quale obbliga la società a ridurre il capitale sociale solo come *extrema ratio*.

Pare necessario ora chiedersi se, a seguito delle modifiche che sono state introdotte con la riforma del 2003 al diritto delle società, sia possibile introdurre categorie azionarie speciali incorporanti un diritto di recesso (così da configurare il c.d. riscatto obbligatorio o le c.d. azioni riscattande o redimibili). In passato si è dubitato circa la legittimità di azioni incorporanti un diritto di recesso all'interno del nostro ordinamento societario. Se prima della riforma del diritto societario l'ammissibilità di azioni riscattande era stata scartata sulla base della stretta tipicità delle cause di recesso<sup>153</sup>, all'indomani della riforma, una parte della dottrina ha continuato a sostenere l'inammissibilità del riscatto obbligatorio muovendo dalla codificazione all'art. 2437-*sexies*, c.c. delle azioni riscattabili. Si sosteneva l'idea per cui la tipizzazione di un solo tipo di riscatto azionario implicasse il divieto, per l'autonomia statutaria, di prevedere ulteriori forme di riscatto azionario diverse da quelle già esplicitamente previste dal legislatore<sup>154</sup>.

Gli orientamenti che sono stati ora esposti, però, non sembrano convincere del tutto. In primo luogo la legge, nel disciplinare il riscatto azionario soltanto dal lato del "potere" in capo ai soci o alla società, non ha voluto vietare o limitare le altre figure di riscatto, ma ha semplicemente preferito tipizzarne un aspetto, lasciando ai privati la possibilità di modulare, secondo i loro interessi e le loro necessità, le altre tipologie di riscatto azionario (cioè il riscatto automatico e riscatto obbligatorio). Si potrebbe dunque affermare che lo schema legislativo seguito in tema di riscatto azionario, non sia stato quello dell'ammissibilità-

---

<sup>153</sup> PRESTI, *Le clausole di riscatto nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1983, 411.

<sup>154</sup> PATRIARCA, *C'è un futuro per le azioni con prestazioni accessorie?*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2004, 337.

inammissibilità, quanto, piuttosto, quello della tipicità-atipicità, e cioè non sembra possibile ritenere inammissibili altre tipologie di riscatto azionario, per il solo fatto che venga tipizzata una sola tipologia di riscatto<sup>155</sup>.

Quanto precede risulta avvalorato dall'art. 2348, comma secondo, c.c., il quale si traduce nel principio di atipicità delle categorie azionarie,<sup>156</sup> unito all'art. 2437, comma quarto, c.c., che sancisce la possibilità per gli statuti di società per azioni non quotate di prevedere ulteriori cause di recesso. Dunque da una lettura sistematica dell'ordinamento societario *post-riforma* è da ritenersi legittima la figura di azioni speciali incorporanti un diritto (diverso) di recesso (ovvero un diritto *al* riscatto)<sup>157</sup>.

Da un punto di vista sistematico, poi, non ammettere le azioni redimibili nel nostro ordinamento significherebbe andare contro la volontà del legislatore del 2003, il quale, come già ricordato in precedenza, ha voluto facilitare il reperimento di risorse finanziarie per le società per azioni al fine di renderle più competitive. Da un'altra prospettiva, è noto come i fondi di *private equity* (e in particolare quelli di *venture capital*)<sup>158</sup> siano attratti dalla possibilità di un *exit* programmata (garantitagli, appunto, dalle azioni redimibili). Da quanto precede è possibile concludere che, la presenza di clausole di riscatto all'interno degli statuti

---

<sup>155</sup> CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, 200; ID, *Azioni e quote riscattabili: delimitazioni dei confini di operatività dell'istituto*, in *Società*, 2019, 1327.

<sup>156</sup> ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, 2010, Padova, 324. L'autore sostiene espressamente che l'emissione di titoli redimibili sia legittimo sulla base del principio di atipicità delle categorie azionarie e riflette interessi meritevoli di tutela, in quanto incentivano la partecipazione di investitori al capitale sociale.

<sup>157</sup> SFAMENI, *azioni di categoria e diritti patrimoniali*, 147. L'A. giunge ad ammettere le azioni redimibili all'interno del nostro ordinamento basandosi sulla possibilità per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio di introdurre ulteriori cause di recesso statutario, ai sensi dell'art 2437, comma quarto, c.c.

<sup>158</sup> Sull'utilità dell'emissione di azioni incorporanti un diritto di recesso per invogliare l'investimento di fondi di *private equity*, si veda: SFAMENI, *azioni di categoria e diritti patrimoniali*, 147, nota n. 178. Si veda anche: PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003, 1268, ivi 1269. Con l'auspicio di rendere più attraente l'investimento azionario viene introdotto l'art. 2348, comma secondo, c.c., il quale permette agli statuti di creare categorie di azioni incorporanti diritti diversi (da quelle ordinarie), sia da un punto di vista dei diritti amministrativi, che patrimoniali, ovvero sotto il profilo dei diritti intersoggettivi che intercorrono fra l'ente ed il socio, ovviamente entro i limiti imposti dalla legge. Dunque, se da un lato è vero che le figure delle azioni ordinarie e delle obbligazioni sono rimaste invariate dal 1942 a oggi, dall'altro sono sorte, dalla legge e dall'autonomia degli statuti, diverse figure, c.d. ibride, che combinano alcune caratteristiche delle azioni, con quelle proprie dei titoli di debito.

(intese come diritto *al* riscatto) seguirebbe pienamente gli obiettivi del legislatore del 2003, facilitando l'afflusso di risorse finanziarie, sotto forma di apporti di capitale di rischio nelle società non quotate italiane<sup>159</sup>.

Inoltre è stato fatto notare come, seppur non esista un istituto tipico di carattere generale che tipizza il riscatto obbligatorio, non si può dimenticare che, il diritto *al* riscatto non sia una figura del tutto ignota al nostro ordinamento giuridico, in quanto viene previsto in diverse norme codicistiche, come l'obbligo di acquisto nel caso in cui vengano previsti limiti statuari alla libera circolazione delle azioni (art. 2355-*bis*, c.c.)<sup>160</sup>, ovvero nel caso di fusione per incorporazione di società posseduta al novanta per cento (2505-*bis*, c.c.), e nel caso di scissione non proporzionale (art. 2506-*bis*, c.c.)<sup>161</sup> ed, infine, per quanto riguarda le società per azioni con titoli quotati sui mercati regolamentati, l'obbligo di acquisto è disciplinato all'art. 108 del TUF.

### **7.1. Le azioni redimibili: problemi applicativi.**

Risolto in senso positivo il quesito circa l'ammissibilità nell'ordinamento societario delle azioni redimibili, è ora necessario spostare l'attenzione sui problemi applicativi relativi all'istituto in commento. Le questioni interpretative relative alla clausola in esame sono quattro: la prima riguarda i soggetti che possono essere onerati dell'acquisto di azioni redimibili, la seconda riguarda la possibilità, per l'autonomia statutaria, di prevedere azioni redimibili c.d. *ad nutum* (art. 2437, comma quarto, c.c.), la terza riguarda i criteri e le modalità di determinazione del corrispettivo in caso di riscatto, e infine è necessario verificare l'esistenza di particolari obblighi in capo ai titolari di azioni redimibili.

---

<sup>159</sup> SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni "redimibili" (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata)*, in *Società banche e crisi di impresa*, diretto da Campobasso, 605, *ivi* 641. In relazione alle opzioni put a prezzo predefinito (ma forse il ragionamento potrebbe essere esteso alle azioni redimibili) si è rilevato come qualora le opzioni put si ritenessero invalide, ciò comporterebbe una forte limitazione delle opzioni di *exit* utilizzabili dai fondi di *venture capital*. Alcuni intermediari, dunque, potrebbero direttamente decidere di non effettuare, o almeno di ridurre, le operazioni di investimento in Italia. In questo senso si veda: FELICETTI, *Venture capital, put options e patto leonino: ragioni giuridiche ed economiche per una rilettura*, in *An. Giur. Econ.*, 2021, 305, *ivi* 316.

<sup>160</sup> Cap II, Par. 7.2

<sup>161</sup> PAGANIN, *Le azioni redimibili e finanziamento della società per azioni*, *Tesi di dottorato in Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro*, 2016, 64.

Si anticipa che il tema relativo ai criteri ed alle modalità di valutazione delle azioni redimibili, sarà trattato nel prossimo capitolo<sup>162</sup>.

I soggetti onerati dell'acquisto di azioni redimibili (o riscattande) possono essere, i soci, la società o, a determinate condizioni, anche i terzi. Qualora fossero i soci obbligati all'acquisto, questi non potranno essere, per le considerazioni già svolte, menzionati nello statuto nominalmente, ma dovranno essere individuati in quanto titolari di azioni di una determinata categoria, ovvero sulla base di elementi oggettivi previsti *ex ante* nello statuto. Nulla vieta che l'obbligo possa ricadere su tutti gli altri azionisti (cioè i titolari di azioni non redimibili) in proporzione alle loro partecipazioni<sup>163</sup>.

Similmente alle azioni riscattabili, anche per le azioni riscattande (o redimibili, i termini vengono qui utilizzati come sinonimi), si pone il problema dell'introduzione della clausola di riscatto *durante societate*. Infatti se onerate dell'acquisto fossero una o più categorie di azioni, l'introduzione della clausola di riscatto dovrebbe essere sottoposta all'approvazione dell'assemblea speciale della categoria interessata, in base alla disciplina di cui all'art 2376, c.c. Qualora, invece, la clausola di riscatto imponesse l'obbligo di acquisto su tutte le altre azioni (nel senso di titolari di azioni) sarà necessaria, per l'introduzione della clausola statutaria, conformemente alla fattispecie delle azioni riscattabili, l'unanimità, o almeno il consenso dei soggetti che potrebbero potenzialmente essere obbligati ad acquistare le altrui partecipazioni.

Su un diverso livello, qualora onerata dell'acquisto fosse la società devono rispettarsi le regole in tema di acquisto di azioni proprie previste dall'art. 2357 c.c., le quali prevedono che la società possa acquistare azioni proprie (e quindi anche redimibili) qualora siano presenti utili distribuibili o riserve disponibili in bilancio<sup>164</sup>. Nel caso in cui obbligata ad acquistare fosse la società, quindi, il diritto di *exit* incorporato all'interno delle azioni redimibili opererà solo nei limiti dell'art. 2357 c.c.<sup>165</sup>. Inoltre, qualora il soggetto passivo

---

<sup>162</sup> Cap III, Par. 2.2. e 3.

<sup>163</sup> Si rinvia a quanto già detto in tema di azioni riscattabili *supra*, par. 3

<sup>164</sup> Massima n. 67 Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato.

<sup>165</sup> DE COSTA, *Le azioni redimibili*, in *Azioni e altri strumenti finanziari*, Marchetti (a cura di), Milano, Giappichelli, 1, *ivi* 9.

obbligato all'acquisto fosse la società, la clausola di riscatto potrà essere introdotta a maggioranza.

Infine si pone la questione circa l'ammissibilità di far ricadere l'onere di acquisto in capo ad un terzo non socio. Tale possibilità è stata ritenuta inammissibile, dagli orientamenti notarili<sup>166</sup> sulla base del fatto che clausola statutaria non è idonea a obbligare un soggetto esterno alla compagine sociale. Se però è vero che l'obbligo in capo al terzo non possa dipendere *direttamente* da una clausola statutaria, nulla vieta che tale onere possa nascere, in modo indiretto, dalla combinazione di questa con altri strumenti presenti nell'ordinamento giuridico. Per esempio, pare ammissibile l'inserimento in statuto di una clausola di riscatto combinata con un'altra clausola che riproduca lo schema del contratto per persona da nominare (art. 1401 c.c.) per cui il soggetto onerato dell'acquisto delle altrui partecipazioni possa nominare un terzo, ovviamente con il consenso di quest'ultimo, che si sostituirà all'obbligato originario nell'acquisto delle azioni. Ovviamente, qualora il terzo non prestasse il proprio consenso all'acquisto delle partecipazioni, sarà il socio, o la società, originariamente individuati, a dover riscattare le altrui partecipazioni<sup>167</sup>.

Nulla vieta che lo statuto possa prevedere, cumulativamente, o alternativamente, più soggetti onerati per l'acquisto di azioni redimibili. Per esempio, si potrebbe inserire in statuto una clausola per cui onerati dell'acquisto siano, alternativamente (cioè in base alla volontà del socio) la società o i soci, ovvero una clausola sulla base della quale, qualora la società non disponesse delle risorse per riscattare la partecipazione, sarebbero onerati dell'acquisto gli altri soci (ovvero una o più categorie di soci).

È ora necessario trattare la seconda questione, ovvero se sia possibile prevedere una clausola statutaria di riscatto *ad nutum*, cioè liberamente esercitabile dai titolari di azioni redimibili. Date le similitudini del riscatto azionario con il recesso, e visto il *revirement* giurisprudenziale (Cass. Civ. 2629/2024),<sup>168</sup> sembra possibile estendere le conclusioni della

---

<sup>166</sup> Massima n. 67 Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato.

<sup>167</sup> PAGANIN, *Le azioni redimibili*, *Tesi di dottorato in Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro*, 2016, 108.

<sup>168</sup> Sul tema si rimanda al Cap. II, Par. 7.

suprema corte (nel senso di ammettere la clausola di recesso libero anche nelle società contratte a tempo determinato) ad azioni incorporanti un diritto di recesso, cioè redimibili<sup>169</sup>.

Altro problema, seppur collegato, è quello relativo all'estensibilità analogica dell'obbligo di preavviso del socio recedente alla figura delle azioni redimibili. Per rispondere al quesito appena enunciato è necessario interrogarsi sulla *ratio* della norma contenuta nell'art. 2437, comma 3, c.c., che prescrive l'obbligo in capo al socio recedente di comunicare la sua volontà di uscire dalla compagine sociale con un preavviso di almeno sei mesi (estendibile dall'autonomia statutaria fino ad un massimo di un anno). Il termine sembra essere stabilito a tutela di un duplice interesse di carattere prettamente organizzativo: in primo luogo il preavviso consente alla società di reperire le risorse finanziarie necessarie alla liquidazione del socio, ed in secondo luogo, funge da deterrente per quei soci che eserciterebbero il recesso nel momento in cui la società si trovasse in un momento di difficoltà<sup>170</sup>. Dunque se queste sono le ragioni che giustificano la previsione legale di un preavviso per l'esercizio del diritto di recesso, si può concludere che tale regola sia applicabile quando a riscattare sia la società, ma non quando a riscattare siano i soci<sup>171</sup> (o, eventualmente, i terzi).

Infine, per concludere, si ritiene utile una considerazione circa gli obblighi del socio titolare di azioni redimibili. A tale proposito con riferimento ad altri ordinamenti, dove sono ammesse dalla legge figure riconducibili alle *puttable redeemable shares*, il diritto al riscatto è spesso accompagnato da limitazioni del diritto di voto. Invece nel nostro ordinamento, qualora non ci fosse una limitazione del diritto di voto, prevista statutariamente, rimarrebbe comunque un dovere di protezione della posizione del futuro riscattante, secondo le regole di correttezza e buona fede<sup>172</sup>.

---

<sup>169</sup> Già prima della Sentenza della Suprema Corte di Cassazione 2629/2024, si era pronunciato il Consiglio Notarile di Milano con Massima n. 74 del 22 novembre 2005, affermando l'ammissibilità di clausole di recesso libero anche per le società a tempo determinato, salva la necessità per il recedente di comunicarlo con un preavviso di almeno 180 giorni, in conformità al dettato dell'art 2437, comma terzo, c.c.

<sup>170</sup> BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. Impr.*, 2004, 1125, *ivi* 1139.

<sup>171</sup> DE COSTA, *Le azioni redimibili*, 12.

<sup>172</sup> CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. Dir. Comm.*, 206.

## 7.2. Il riscatto nella disciplina dei limiti alla circolazione delle azioni.

Dopo aver trattato il diritto all'*exit* sotto la forma del recesso e delle azioni redimibili, si tratta ora dei limiti alla circolazione delle azioni ai sensi dell'art. 2355-*bis*, c.c. in quanto, il secondo comma della norma prevede il sorgere di un "obbligo di acquisto" in capo alla società o ai soci, ovvero del diritto di recesso, al socio a cui sia stata negata la possibilità di cedere la propria partecipazione a terzi. La disposizione in analisi intende, da un lato tutelare l'interesse sociale affinché non facciano ingresso all'interno della società soggetti non graditi,<sup>173</sup> e dall'altro non rendere i soci prigionieri della società.

Il primo comma enuncia due regole: la prima prevede che lo statuto non possa vietare il trasferimento dei titoli azionari per un periodo eccedente il quinquennio. La seconda, invece, enuncia la possibilità per l'autonomia statutaria di introdurre limiti al trasferimento dei titoli azionari. Questa seconda parte del primo comma, dunque, sembra legittimare figure atipiche di limiti alla circolazione delle azioni ulteriori alle clausole di gradimento mero tipizzate al secondo comma dell'articolo in analisi<sup>174</sup>.

Il secondo comma disciplina esplicitamente una clausola limitativa della circolazione delle azioni, in base alla quale lo statuto può sottoporre il trasferimento delle partecipazioni al "mero gradimento" di organi sociali o degli altri soci, a condizione che sia previsto, quale rimedio al mancato gradimento, l'obbligo di acquisto in capo alla società o ai soci, ovvero sia riconosciuto il diritto di recesso all'alienante. La seconda parte del secondo comma, poi, aggiunge che, qualora ad acquistare sia la società, si applicherà l'art. 2357, c.c. e fa salva l'applicazione dei criteri di valutazione di cui all'art. 2347-*ter*, c.c.

Seguendo l'ordine della norma pare necessario definire il c.d. "gradimento mero". Per gradimento mero deve intendersi quella clausola che non consente al socio di programmare il suo disinvestimento dalla società. In altre parole, sarà di gradimento mero quella clausola che non indica criteri chiari, precisi, e oggettivi in base ai quali il socio possa

---

<sup>173</sup> Il regolamento Consob prevede che, qualora le azioni della società siano negoziati sui mercati regolamentati non potranno essere opposti ai terzi acquirenti eventuali clausole limitative della circolazione dei titoli azionari.

<sup>174</sup> GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, sub *art. 2355-bis*, in *Le Società per Azioni*. Codice civile e norme complementari, *diretto da* Abbadessa – Portale, 660, *ivi* 666.

sapere *ex ante* le condizioni legittimanti il suo disinvestimento<sup>175</sup>. Al contrario, non sarà di mero gradimento quella clausola che, seppur presentando profili di valutazione discrezionale, consenta al socio di effettuare una previsione circa l'esito positivo di una cessione azionaria a terzi<sup>176</sup>. In quest'ultimo caso, allora, non si ritiene necessario l'introduzione dei correttivi statutari previsti al comma secondo, art. 2355-*bis*, c.c., quali l'obbligo di acquisto ovvero la concessione del diritto di recesso.

In tema di correttivi, la legge condiziona l'efficacia della clausola di gradimento mero alla previsione di un obbligo di acquisto (in capo alla società o ai soci), oppure alla concessione al socio alienante del diritto di recesso.

Il meccanismo di funzionamento dei due istituti è leggermente diverso, in quanto, qualora a seguito del negato gradimento sia previsto l'acquisto delle partecipazioni da parte degli altri soci o della società, questo non opererà automaticamente, ma gli obbligati saranno tenuti a formulare un'offerta di acquisto. In assenza di tale offerta, il diniego ad alienare è da considerarsi privo di effetti e dunque il socio sarà libero di cedere al terzo le sue azioni<sup>177</sup>. Affinché il diritto al disinvestimento dell'alienante riceva sufficiente tutela si ritiene opportuno che lo statuto indichi un termine entro il quale gli obbligati siano tenuti a procedere alla formulazione della proposta di acquisto delle partecipazioni<sup>178</sup>. Qualora invece, il correttivo concesso fosse il diritto di recesso, questo opererà nel momento in cui il cedente comunichi la sua volontà di recedere<sup>179</sup>.

La clausola di gradimento mero, prevede che un rimedio, conseguente al rifiuto del gradimento possa essere il sorgere dell'obbligo di acquisto carico della società, salva l'applicazione dell'art. 2357, c.c. L'art. 2355-*bis* stabilisce che il corrispettivo dell'acquisto è da determinarsi secondo i criteri indicati dall'art. 2437-*ter*, c.c. Il Consiglio Notarile di Milano, ha sostenuto, però, che la clausola potrebbe legittimamente prevedere che il prezzo

---

<sup>175</sup> STANGHELLINI, *Commento sub art. 2355-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi - Ghezzi – Notari, 2008, 559, *ivi* 577.

<sup>176</sup> Massima Consiglio Notarile Triveneto, commissione società, n. H.I.1 del 2004

<sup>177</sup> STANGHELLINI, *Commento sub art. 2355-bis*, 579.

<sup>178</sup> SALVATI, *I limiti alla circolazione delle azioni: le clausole statutarie tipiche*, Borgia, 2011, 206.

<sup>179</sup> STANGHELLINI, *Commento sub art. 2355-bis*, 579.

di acquisto sia quello offerto dal terzo acquirente, in quanto, in ogni caso, il cedente sarebbe soddisfatto<sup>180</sup>.

Qualora invece onerati dell'obbligo di acquisto fossero i soci, lo statuto dovrebbe chiarire quali siano gli azionisti onerati dell'obbligo di acquisto (e dunque i soggetti tenuti a pagare il corrispettivo).<sup>181</sup> Una parte della dottrina ritiene che l'obbligo di acquisto debba gravare sui soggetti titolari del diritto gradimento<sup>182</sup>, ma in assenza di una precisa indicazione statutaria, questa non sembra essere l'unica soluzione possibile. Infatti nessun dato letterale sembra affermare una necessaria identità fra soggetti titolari del diritto di impedire la cessione a terzi, ed il conseguente onere di acquistare le partecipazioni. In mancanza di specifiche disposizioni statutarie si ritiene, dunque, di aderire con l'orientamento che afferma che il costo di acquisto debba gravare, proporzionalmente e solidalmente, su tutti i soci (tranne l'alienante). Dunque il socio a cui sia stato negato di cedere la propria partecipazione a terzi, potrà rivolgersi singolarmente a qualsiasi socio richiedendo l'adempimento dell'intero. È fatta salva, ovviamente, l'azione di regresso nei confronti degli altri soci<sup>183</sup>.

Infine qualora lo statuto preveda che al mancato gradimento, sorga il diritto di recesso, la partecipazione sarà liquidata secondo i criteri di cui all'art. 2437-ter, c.c.

Seppur la disposizione sembri condizionare in maniera tassativa i soggetti che possono essere onerati dell'acquisto delle partecipazioni dell'alienante (si ricorda, i soci o la società stessa) pare necessario verificare se vi sia una *ratio* comune ai due rimedi (obbligo di acquisto o recesso) indicati dalla legge, tale da giustificare l'esclusione della possibilità di acquisto da parte di un terzo indicato dal soggetto legittimato ad esercitare il gradimento mero<sup>184</sup>.

Per trovare una risposta a quanto sopra, è necessario analizzare la *ratio* del diritto di recesso in relazione ai limiti di circolazione delle azioni. Dal richiamo effettuato dall'art.

---

<sup>180</sup> Massima n. 32 del 2004, Consiglio Notarile di Milano.

<sup>181</sup> SBISÀ, *I limiti alla circolazione delle azioni*, in *Commentario SHLESINGER*, Giuffrè, 2013, 84

<sup>182</sup> SALVATI, *I limiti statutarie*, 185. Sembra ammettere che l'obbligo di acquisto possa gravare soltanto su alcuni soci anche: CALLEGARI, *Le azioni e le regole di circolazione*, in *La riforma delle Società, Profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosiani, Torino, 2003, 114.

<sup>183</sup> STANGHELLINI, *Commento sub art. 2355-bis*, 579

<sup>184</sup> MALTONI, *La clausola di mero gradimento «all'italiana»*, in *Riv. Not.*, 2004, 1376, *ivi*, 1392

2355-*bis*, comma secondo, c.c., alla disciplina del recesso, si può dedurre come il procedimento di liquidazione delle azioni oggetto di recesso (art. 2437-*quater*, c.c.) persegua due distinti obiettivi: in primo luogo si vuole permettere al socio recedente (o nel caso di specie, alienante) di liquidare la propria partecipazione, ed in secondo luogo si vuole evitare di alterare i rapporti di forza fra i soci (con l'attribuzione del diritto opzione agli azionisti).<sup>185</sup>

Questi due obiettivi sono raggiunti dalla legge tramite la previsione dell'inderogabilità del procedimento di liquidazione delle azioni del socio recedente (art. 2437-*quater*, c.c.), o in questo caso, del socio alienante. Con il procedimento di liquidazione del socio alienante, viene attribuita ai soci, da un lato la possibilità di non essere diluiti nella loro partecipazione al capitale sociale, e dall'altro viene garantita la liquidazione della partecipazione al socio che voglia disfarsi del proprio pacchetto azionario.

Qualora, invece, lo statuto indichi come rimedio al gradimento l'obbligo di acquisto in capo alla società, la legge prevede che debba sottostare alle regole in tema di acquisto di azioni proprie di cui all'art. 2357, c.c. In questo caso si pongono due eventuali problemi: il primo riguarda la necessità di una delibera dell'assemblea straordinaria riguardo all'acquisto delle azioni a seguito dell'esercizio del gradimento mero, ed il secondo problema concerne il caso in cui la società non possa procedere all'acquisto, in quanto non detenga le risorse finanziarie necessarie.

Per quanto concerne il primo problema si deve rispondere in senso negativo, dato che *in primis* manca nell'acquisto dovuto da esercizio del gradimento mero (da parte dei soci o dell'assemblea) quella discrezionalità dell'organo amministrativo che giustificerebbe l'intervento autorizzativo dell'assemblea dei soci, ed *in secundis* l'obbligo di acquisto della società sorge per effetto della decisione dei soci di inserire in statuto una clausola limitativa della circolazione delle azioni. Dunque l'acquisto si configura come una scelta dovuta dell'organo amministrativo, e perciò non si richiede l'intervento di una delibera dell'organo assembleare<sup>186</sup>.

---

<sup>185</sup> IBIDEM, 1382

<sup>186</sup> ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, 2010, Padova, 378

La risoluzione del secondo quesito si rinviene nell'esistenza dei rimedi di cui all'art. 2355-*bis*, c.c. Infatti tali rimedi hanno l'esclusivo obiettivo di garantire il disinvestimento al socio alienante. Dunque, qualora la società non si trovasse nelle condizioni di acquistare, allora appare corretto, e coerente con la *ratio* della norma, consentire al socio di alienare al terzo la propria partecipazione<sup>187</sup>. È necessario ricordare come, a livello sistematico, l'art. 2355-*bis*, c.c. sia una norma derogatoria rispetto al principio generale di libera trasferibilità dei titoli azionari sancito dall'art. 2355, c.c. Pertanto affinché i limiti alla circolazione producano gli effetti previsti, è necessario che siano effettivamente funzionanti anche i rimedi legalmente indicati. Qualora non lo fossero, si applicherà la norma prevista dalla legge di *default*, cioè la libera trasferibilità dei titoli.

Qualora, invece, i soci siano inadempienti al loro obbligo di acquisto, si ritiene che la clausola limitativa della circolazione delle azioni sia ugualmente inefficace e quindi che, da un lato il socio possa alienare liberamente la sua partecipazione a terzi e, dall'altro, che gli amministratori siano obbligati a iscrivere gli acquirenti nel libro dei soci.

Adesso che è stata delineata la *ratio* che accomuna i tre rimedi previsti dalla legge, è opportuno chiedersi se sia ammissibile nel nostro ordinamento una clausola (atipica) in base alla quale la società, o i soci, si obblighino a reperire un altro acquirente nel momento in cui venga negato il gradimento dell'acquirente originario. La dottrina e gli orientamenti notarili<sup>188</sup> rispondono in senso positivo a tale quesito, seppur non negli stessi termini. In particolare la dottrina è divisa sul procedimento da dover seguire qualora si voglia identificare il terzo acquirente. Un primo orientamento, coerentemente al dettato del quarto comma, art. 2437-*quater*, c.c., ritiene che la clausola sia ammissibile, a patto che le azioni siano preventivamente offerte in opzione ai soci<sup>189</sup>. Un'altra parte invece, sostiene, diversamente, che gli amministratori possano individuare direttamente il terzo acquirente, senza dover prima offrire le azioni in opzione agli altri soci. Infatti, sostiene quest'ultima parte della dottrina, l'unico interesse tutelato dalla norma in analisi è quello del socio alienante a vedersi liquidata la sua partecipazione, e dunque poco rileva, per quest'ultimo,

---

<sup>187</sup> MALTONI, *La clausola di mero gradimento «all'italiana»*, in *Riv. Not.*, 2004, , 1382.

<sup>188</sup> Massima Consiglio Notarile di Milano n. 35 del 19 novembre 2004.

<sup>189</sup> MALTONI, *La clausola di mero gradimento «all'italiana»*, in *Riv. Not.*, 2004, 1392.

chi sia l'acquirente<sup>190</sup>. Inoltre, se è vero che gli obiettivi perseguiti dalla norma sono quelli, da un lato, di garantire l'*exit* del socio, e dall'altro, di non alterare i rapporti di forza fra i soci in assemblea, non pare necessario offrire in opzione agli altri soci le azioni, in quanto i rapporti di forza, anche con l'entrata nella compagine sociale del terzo, rimarrebbero comunque inalterati.

Un'altra clausola atipica limitativa della circolazione delle azioni è quella di prelazione impropria, che si configura come una variante della clausola di prelazione c.d. propria. La differenza con la prelazione "propria" riguarda il prezzo a cui titolare della prelazione può acquistare la partecipazione: nel caso di prelazione propria, il titolare potrà esercitare il diritto acquistando allo stesso prezzo offerto dal terzo, mentre in caso di prelazione impropria, lo statuto potrà prevedere criteri (eventualmente anche peggiorativi) di valutazione della partecipazione slegati dall'offerta del terzo. In relazione al prezzo di acquisto è stato ritenuto che l'offerta del titolare della prelazione non possa essere inferiore al valore risultante dai criteri di cui all'art 2437-ter, c.c. L'autonomia privata sarà libera nel determinare il prezzo di esercizio (o meglio, i criteri su cui formare il prezzo di esercizio) della prelazione, ma tali criteri non potranno mai condurre ad una valutazione delle azioni inferiore rispetto all'applicazione dell'art. 2437-ter c.c.<sup>191</sup>.

La differenza con la clausola di gradimento mero sta nel fatto che il titolare del diritto di prelazione (sia propria che impropria), qualora neghi la cessione ad altro soggetto, acquista automaticamente la partecipazione azionaria, e non si limita a "bloccare" la vendita. In altre parole, si verifica una totale coincidenza, soggettiva e temporale, fra la decisione di impedire l'iscrizione del soggetto nel libro dei soci, ed acquisto della partecipazione<sup>192</sup>.

La clausola normalmente si attiva nel momento in cui il cedente, ricevuta un'offerta di acquisto delle partecipazioni, comunichi l'intenzione di vendere al soggetto titolare della prelazione (la c.d. *denuntiatio*), che può essere oggettivamente individuato nello statuto,

---

<sup>190</sup> STANGHELLINI, *Commento sub art. 2355-bis*, 579.

<sup>191</sup> IBIDEM, 584. L'applicabilità dell'art. 2437-ter, c.c. alla prelazione impropria sarà trattata, *infra*, cap. III, par. 2.1.

<sup>192</sup> STANGHELLINI, *Commento sub art. 2355-bis*, 584.

ovvero tale diritto può essere riconosciuto a tutti i soci, oppure, lo statuto può attribuire il diritto direttamente alla società.

### 7.3. Le clausole di *tag-along*

Un'altra clausola che attribuisce al socio la facoltà di uscire dalla compagine sociale è la clausola di *tag along*, che viene definita come quella clausola in base alla quale il socio titolare del diritto di accodamento può, qualora un altro negozi la cessione della propria partecipazione, cedere insieme a lui il suo pacchetto azionario (alle stesse condizioni, anche se ciò non è obbligatorio)<sup>193</sup>. La clausola di accodamento è riconducibile alle clausole di covendita, delle quali fanno parte anche le clausole di trascinamento.

Gli interessi sottesi all'inserimento di una siffatta clausola nello statuto si possono identificare, da un lato, nella volontà del socio minoritario di non vedersi prigioniero della società e di poter uscire dalla compagine sociale nel momento in cui esca un socio la cui presenza fosse stata determinante ai fini della partecipazione al capitale di rischio, e dall'altro di poter beneficiare del premio di maggioranza relativo alla cessione della maggioranza delle azioni, che altrimenti non gli spetterebbe<sup>194</sup>.

La clausola di accodamento, come, del resto, quella di trascinamento, è una clausola non espressamente tipizzata dal legislatore. La clausola di accodamento è stata ricondotta, dalla giurisprudenza, alla promessa del fatto del terzo ai sensi dell'art. 1381, c.c. Secondo questa ricostruzione, il socio "passivo" del rapporto di accodamento (cioè il cedente) sarebbe tenuto a procurare all'altro socio una proposta irrevocabile di acquisto della sua partecipazione. Questa soluzione non sembra però essere l'unica prospettabile: un'altra parte della dottrina riconduce la clausola al contratto preliminare condizionato e unilaterale, con il quale il promittente acquista per se o per persona da nominare, ovvero come mandato a vendere<sup>195</sup>.

---

<sup>193</sup> Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 88 del 22 novembre 2005

<sup>194</sup> SALVATI, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, Milano, CEDAM, 2011, 259.

<sup>195</sup> C. D'ALESSANDRO, Patti di « co-vendita » (*tag along* e *drag along*), in *Riv. dir. civ.*, 2010, 396.

Le clausole di accodamento inizialmente venivano inserite all'interno di patti extra sociali, ma con la riforma del diritto societario del 2003 hanno iniziato ad essere progressivamente inserite all'interno degli statuti. Tale migrazione è avvenuta per due ragioni: in primo luogo le clausole statutarie, contrariamente a quelle parasociali, non sono gravate da limiti di carattere temporale, ed in secondo luogo, gli azionisti hanno preferito inserire tali accordi all'interno dello statuto così da vincolare sia i soci attuali, che i loro aventi causa. Se inserite nello statuto, gli obblighi ed i diritti derivanti da una clausola di covendita non sono più riconducibili a determinati soci, ma gravano esclusivamente sul titolo oggettivamente identificato<sup>196</sup>.

Il socio titolare del diritto di accodamento ha una facoltà e non è, invece, obbligato a vendere le sue azioni insieme a quelle del socio che sta negoziando la cessione delle proprie. Da quanto appena rilevato se ne deduce che le tutele previste in tema di recesso all'art. 2437-ter, c.c., non vincolano l'autonomia privata in sede di esercizio della diritto di accodamento, in quanto, in questo caso, il socio può valutare in piena autonomia la congruità del prezzo proposto dall'acquirente e, di conseguenza, decidere se accodarsi o meno alla cessione dell'alienante<sup>197</sup>.

Bisogna ora chiedersi se le clausole di accodamento siano riconducibili al *genus* delle clausole limitative della circolazione azionaria. Per rispondere a questo quesito pare necessario analizzare l'art. 2355-bis, c.c. al fine di identificare se le clausole di accodamento siano riconducibili alle fattispecie lì tipizzate. Innanzitutto è stato sostenuto da una parte della dottrina che le clausole di *tag along* fossero riconducibili a clausole di intrasferibilità assoluta disciplinate al primo comma, art. 2355-bis, c.c.<sup>198</sup>. Altri autori, diversamente, hanno sostenuto che una siffatta clausola non impedisce affatto la libera trasferibilità delle azioni, ma prevede esclusivamente un onere procedurale in capo al cedente, il quale, nel momento

---

<sup>196</sup> SALVATI, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, Milano, CEDAM, 2011, 256.

<sup>197</sup> DE LUCA, *Vengo anch'io, non tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinarsi*, in *An. Giur. Econ.*, 2021., 338. È dello stesso avviso anche la Massima n.88 del 22 novembre 2005 del Consiglio Notarile di Milano, che sostiene che l'equa valorizzazione sia dovuta solo in caso di partecipazione obbligatoriamente dismessa, e cioè in caso di patto di trascinarsi, e non di accodamento.

<sup>198</sup> SALVATI, *I limiti statuari alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, Milano, CEDAM, 2011, 260.

in cui volesse alienare le sue partecipazioni, dovrebbe far giungere un'offerta di acquisto, a parità di condizioni, anche al titolare del diritto di *tag along*. Un diverso orientamento ha negato la possibilità di ricondurre le clausole *di tag along* a limiti della circolazione delle azioni, dato che da un lato, la clausola di accodamento renderebbe più appetibile l'intero pacchetto azionario, ponendo il socio cedente in una posizione più redditizia in relazione alla vendita delle proprie azioni sul mercato<sup>199</sup> dall'altro, si è sostenuto che le clausole di accodamento incentiverebbero la circolazione azionaria in quanto il socio titolare del diritto di accodarsi avrebbe di fronte a sé più opzioni di vendita: potrà, oltre che alienare autonomamente le sue azioni, accodarsi all'altrui cessione azionaria<sup>200</sup>.

Per quanto concerne il patto di accodamento la Suprema Corte di Cassazione si è pronunciata su un caso che riguardava la mancata attivazione di una clausola statutaria di *tag-along* in occasione della cessione della nuda proprietà delle partecipazioni di un socio di maggioranza. La Corte ha affermato che, in relazione alla concreta formulazione della clausola statutaria di accodamento, qualora vi sia la cessione della sola nuda proprietà, non sorgerebbe il diritto del socio minoritario ad accodarsi alla vendita della nuda proprietà<sup>201</sup>.

Tali conclusioni, però, non sembrano coerenti con la *ratio* della clausola statutaria analizzata dalla Suprema Corte. La clausola in analisi, infatti, prevedeva che il diritto di *tag along* sorgesse non solo nel caso di vendita della maggioranza delle azioni, ma anche qualora il controllo dell'assemblea fosse stato garantito dalla cessione di diritti di opzione, *warrants*, ed obbligazioni convertibili. In altri termini, lo statuto sembrava collegare il sorgere del diritto di accodarsi all'altrui vendita non solo qualora la cessione azionaria comportasse l'acquisto attuale del controllo, ma anche qualora il controllo fosse garantito in un momento successivo a quello della cessione (tramite, per esempio, la conversione di obbligazioni convertibili). Se il diritto di *tag along* veniva riconosciuto in questi casi, a maggior ragione alla medesima conclusione si dovrebbe giungere, nel caso in cui si verifici la cessione della sola nuda proprietà separata dall'usufrutto, in quanto, quest'ultimo sarebbe in ogni caso

---

<sup>199</sup> DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along. Nuove regole statutarie di società di capital e patti parasociali*, Milano, 2013, 45.

<sup>200</sup> DE LUCA – FERRANTE, *clausole di trascinamento e accodamento (drag- e tag-along)*, in *Le Società per Azioni. Codice civile e norme complementari, diretto da Abbadessa – Portale, Giuffrè*, 689.

<sup>201</sup> Cass. Civ. 18 febbraio 2018, n. 395, in *Banca borsa tit. cred.*, 453, con nota di PERRECA.

destinato a ricongiungersi alla nuda proprietà senza la necessità di alcun atto di volontà del titolare della nuda proprietà<sup>202</sup>.

In presenza di una siffatta clausola, dunque, una parte della dottrina ha suggerito che, qualora venisse trasferita soltanto la nuda proprietà, il diritto di *tag-along*, potrebbe essere esercitato al prezzo di cessione, ed esclusivamente sulla nuda proprietà delle azioni del socio che si accoda alla vendita. Questa soluzione sembrerebbe risolvere un ulteriore problema interpretativo: la determinazione del prezzo di acquisto delle azioni acquistate coattivamente. Infatti, normalmente, il diritto di accodamento può essere esercitato alle stesse condizioni negoziate dall'altro socio. Se si accettasse l'interpretazione per cui la cessione della sola nuda proprietà di un numero di azioni che garantiscono l'esercizio (potenziale) del controllo dell'assemblea, faccia sorgere il diritto di cedere alle stesse condizioni la nuda proprietà delle proprie partecipazioni, vi sarebbe anche un prezzo di riferimento a cui ancorare il prezzo da corrispondere al socio di minoranza<sup>203</sup>.

#### **7.4. Il diritto di *sell out*.**

Dopo aver trattato nei precedenti paragrafi il diritto a vendere, per mezzo degli istituti del recesso, delle azioni redimibili, dei limiti alla circolazione delle azioni e del *tag along*, si conclude il presente capitolo con l'analisi del c.d. *sell out right*.

Il diritto di *sell out* può essere definito come quel diritto del socio a vendere ad un altro socio, o alla società, le proprie azioni. Tale diritto viene disciplinato in diverse disposizioni dell'ordinamento giuridico. Innanzitutto un obbligo di acquisto è disciplinato all'art. 108 del TUF, in tema di offerte pubbliche di acquisto. La norma contenuta nel primo comma prevede che qualora l'offerta abbia raggiunto consensi pari al novantacinque per cento, l'offerente sia obbligato ad acquistare i titoli da chi ne faccia richiesta. Qualora siano state emesse più categorie di azioni, l'obbligo sussiste soltanto nei confronti della categoria per la quale (o per le quali) sia stata raggiunta la soglia ritenuta legalmente rilevante.

---

<sup>202</sup> PERRECA, *La clausola di accodamento (c.d. tag-along): si attiva per il trasferimento della nuda proprietà delle azioni o per l'acquisto del controllo?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 463.

<sup>203</sup> IBIDEM, 465.

Il secondo comma dell'articolo in analisi, invece, prevede che, qualora un socio sia arrivato a detenere il novanta per cento dei titoli di una medesima categoria, questo sia obbligato ad acquistare i titoli da chi gliene faccia richiesta, se non provvede a ripristinare il flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni in borsa entro un termine di 90 giorni<sup>204</sup>. La *ratio* dell'istituto è quella di alleviare la c.d. *pressure to tender* ossia, diminuisce l'incentivo dei soci ad aderire all'offerta per paura di rimanere prigionieri della società<sup>205</sup>.

L'obbligo di acquisto in capo ad un soggetto è però anche disciplinato espressamente all'interno del codice civile. Si veda innanzitutto l'art. 2355-*bis*, che ammette limiti alla circolazione delle azioni a patto che si preveda un obbligo di acquisto in capo alla società o ai soci, ovvero si riconosca un diritto di recesso al socio titolare di azioni la cui circolazione sia stata limitata con apposita clausola statutaria<sup>206</sup>.

Per altro verso l'art. 2505-*bis* intende tutelare il socio minoritario nel caso in cui la società di cui è socio stia per essere incorporata da altra società che ne detiene già almeno il 90% del capitale sociale. Infatti la legge riconosce ai soci di minoranza il «il diritto di far acquistare le loro azioni o quota, dalla società incorporante.». Anche in questo caso, come nei precedenti, il diritto a vedersi acquistate le proprie azioni è disciplinato al fine di bilanciare i rapporti di forza fra i soci, nel momento in cui si vengano a verificare compressioni rilevanti delle prerogative della minoranza<sup>207</sup>.

Infine la legge tipizza un diritto al disinvestimento all'art. 2506-*bis*, comma quarto, c.c. ai soci che non abbiano approvato il progetto di scissione non proporzionale. In questo caso si notano le analogie con l'istituto del recesso *ex art.* 2437, commi primo e secondo, c.c. in quanto anche qui il diritto a disinvestire è riconosciuto a seguito di una delibera avente effetti molto rilevanti sulla struttura societaria. La legge, in tutti e tre i casi appena menzionati (art. 2355-*bis*, art. 2505-*bis*, art. 2506-*bis*, c.c.) riconosce che il valore delle azioni sia determinato sulla base dei criteri enunciati dall'art. 2437-*ter*, c.c.

---

<sup>204</sup> DENTAMARO, *Offerta pubblica di acquisto e di scambio*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, 1081, *ivi* 1113.

<sup>205</sup> MOSCA, *Le OPA obbligatorie*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, 2020, Torino, 1458.

<sup>206</sup> *Supra*, par. 5.2

<sup>207</sup> PAGANIN, *Le azioni redimibili*, 62.

## CAPITOLO TERZO

### *La disciplina del riscatto azionario*

SOMMARIO: 1. Il riscatto *ad nutum*. – 2. Il principio di equa valorizzazione nel riscatto azionario. – 2.1. Equa valorizzazione in caso di *exit* forzato. – 3. Il procedimento di liquidazione. - 4. Equa valorizzazione in caso di *exit* volontario e divieto di patto leonino. – 5. Il riscatto da parte della società ed il principio di parità di trattamento. – 5.1. Il rinvio all'art. 2357-*bis*, c.c.

#### **1. Il riscatto *ad nutum*.**

L'art. 2437-*sexies*, c.c., nel disciplinare le azioni riscattabili, lascia aperte molte domande in relazione alla disciplina applicabile, che debbono essere risolte dagli interpreti. In primo luogo non viene fatta menzione delle condizioni o dei presupposti che legittimano il potere di riscatto; in secondo luogo la legge rimanda, in tema di valorizzazione e di liquidazione delle azioni riscattate, alle regole enunciate dal codice in tema di recesso; ed infine fa salva la disciplina codicistica in tema di acquisto di azioni proprie. L'oggetto di analisi del presente paragrafo riguarda la necessità di stabilire statutariamente i presupposti per l'esercizio del potere di riscatto all'interno dello statuto, oppure se sia possibile per l'autonomia dei privati stipulare clausole di riscatto libero, cioè *ad nutum*.

La necessità di prevedere condizioni all'esercizio del potere di riscatto, in assenza di un'esplicita disciplina interna sul punto, sembrerebbe derivare direttamente dalla normativa europea di settore (art. 82, lett. c), dir. 1132/2017), la quale prevede che le condizioni e le modalità del riscatto debbano essere fissate dallo statuto o dall'atto costitutivo prima dell'emissione delle azioni riscattabili. La dottrina, prima dell'entrata in vigore dell'art. 2437-*sexies*, c.c., riteneva ammissibili clausole di riscatto non finalizzate alla riduzione del capitale sociale, a condizione che l'esercizio del potere fosse sottoposto a presupposti previamente individuati all'interno del contratto sociale<sup>208</sup>.

---

<sup>208</sup> PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *riv. Soc.*, 1982, 763, *ivi* 774; CALVOSA, *Il riscatto azionario nella società per azioni*, 275. L'A. sostiene che clausole di riscatto eccessivamente

L'introduzione, ad opera del legislatore della riforma del diritto societario, della fattispecie delle azioni riscattabili non ha, però, facilitato il lavoro degli interpreti, in quanto l'art. 2437-*sexies*, c.c. non dispone nulla in relazione alla necessità di indicare statutariamente i presupposti per l'esercizio del potere di riscatto.

Pertanto la dottrina, dopo l'introduzione della disciplina positiva delle azioni riscattabili, si è divisa. Una parte, ha ritenuto che non vi fossero ragioni per condizionare il riscatto azionario al verificarsi di presupposti previamente individuati dallo statuto. Tale orientamento faceva leva, in primo luogo, sul significato del termine "condizioni" contenuto nella seconda direttiva, ed in secondo luogo sull'interpretazione letterale e sistematica della norma contenuta nell'art. 2437-*sexies*, c.c.

È stato sostenuto che le "condizioni" a cui si riferisce il legislatore europeo non sarebbero i presupposti per l'esercizio del potere di riscatto, quanto invece le condizioni economiche a cui le azioni possono essere oggetto di riscatto da parte della società. La tutela del socio, in altri termini, non riguarda la sua possibilità di conoscere le circostanze che legittimano il suo *exit* forzato dalla compagine sociale, quanto, invece, che al momento della sottoscrizione o dell'acquisto della partecipazione, il socio possa conoscere le condizioni economiche di liquidazione forzata delle sue azioni<sup>209</sup>.

Passando ora all'interpretazione della norma italiana, è stato fatto notare come né la lettera della legge, né considerazioni di sistema, giustifichino la necessità di subordinare il potere di riscatto a un presupposto specificamente individuato dallo statuto. Detto altrimenti, il punto di equilibrio fra gli interessi del socio che subisce il riscatto, e quelli del riscattante, è da rinvenirsi nella previsione legale dell'equa valorizzazione, e non nel sottoporre l'esercizio del riscatto al verificarsi di specifici presupposti<sup>210</sup>.

Inoltre, la tesi qui sopra riportata, pare essere ulteriormente rafforzata dalla considerazione che le condizioni di riscatto sono ben note al soggetto che decide di sottoscrivere ovvero di acquistare azioni riscattabili. Se a quanto precede si aggiunge che il

---

generiche potrebbero trasformarsi in meccanismi di allontanamento di azionisti indesiderati; PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Giuffrè, Milano, 1997, 248.

<sup>209</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 184.

<sup>210</sup> IBIDEM, 195.

legislatore con la riforma del diritto societario ha voluto estendere l'autonomia statutaria delle S.p.A., tanto che adesso tutto ciò che non è espressamente vietato, è da ritenersi implicitamente ammesso, si può forse concludere nel senso di ammettere la clausola di riscatto libero (*ad nutum*) in quanto non vietata da alcuna norma positiva, né di matrice europea, né di matrice nazionale<sup>211</sup>.

Un'altra parte della dottrina ha, invece, continuato a sostenere - in continuità con gli orientamenti precedenti all'entrata in vigore della riforma del diritto societario - che l'indicazione di presupposti specifici all'esercizio del riscatto azionario fosse elemento costitutivo della fattispecie, con la diretta conseguenza che non sarebbero ammesse all'interno del nostro ordinamento clausole di riscatto *ad nutum*<sup>212</sup>. Tale orientamento, oltre a basarsi sulla lettera della direttiva europea - che menziona espressamente "le condizioni" del riscatto - ritiene che il riscatto azionario possa essere assimilato, almeno dal punto di vista effettuale, all'istituto dell'esclusione disciplinato all'art. 2473-bis, c.c., il quale richiede che l'esclusione del socio sia collegata ad una giusta causa individuata dallo statuto<sup>213</sup>.

Questo secondo orientamento è stato accolto anche da una recente sentenza della Suprema Corte di Cassazione, la quale ha esplicitamente ritenuto necessario, pena la nullità della clausola, che l'efficacia della stessa fosse sottoposta al verificarsi di presupposti individuati all'interno dello statuto. La Corte ha altresì riconosciuto come i presupposti integrativi della fattispecie del riscatto azionario dovessero essere determinati o determinabili, ai sensi dell'art. 1346, c.c.<sup>214</sup>.

---

<sup>211</sup> Massima n. 87 del 2024, Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Prato e Pistoia.

<sup>212</sup> CALLEGARI, sub art. 2437-sexies c.c., in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino e Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, 2004, 1445; CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2005, 53; DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies*, in *Società*, 2008, 420; CIOCCA, sub. 2437-sexies c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, diretto da d'Alessandro, PICCIN, 2011, 817; ANGELICI, *Fra "mercato" e "società": a proposito di venture capital e drag along*, in *dir. Banc. Merc. Fin.*, 2011, 23, ivi 41; BENUSSI, *Considerazioni in ordine all'estromissione forzata del socio nelle società di capitali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Zanarone*, a cura di Benazzo, Cera e Patriarca, 2011, 84, nota 64.

<sup>213</sup> CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2005, 54.

<sup>214</sup> Cass. Civ. n. 12498/2023, in *Riv. Dir. Soc.*, 279 con nota di TRILLÒ, 286.

## 2. Il principio di equa valorizzazione nel riscatto azionario

L'art. 2437-*sexies*, c.c. nel disciplinare le azioni riscattabili, rinvia, in quanto compatibili, alle regole di valutazione delle azioni oggetto di recesso, di cui all'art. 237-*ter*, c.c. In particolare occorre chiedersi come, ed in che modo, la disciplina dettata dal legislatore in tema di recesso possa essere applicata alla diversa fattispecie delle azioni riscattabili. Per rispondere a tale quesito pare necessario soffermarsi sul dettato dell'art. 2437-*ter*, c.c.

I metodi di valutazione delle azioni del socio recedente sono enunciati al comma secondo, art. 2437-*ter*, c.c., e sono la consistenza patrimoniale della società, le prospettive reddituali e, eventualmente, il valore di mercato delle azioni oggetto di recesso.

Il primo criterio consente di individuare il capitale economico aziendale attraverso la valutazione di ogni componente dello stato patrimoniale della società, sia attiva, che passiva. Il secondo si concretizza in una stima prognostica dei flussi finanziari della società. Il terzo criterio - che si ricorda, è solo eventuale – tiene conto del valore di negoziazione recenti delle partecipazioni azionarie<sup>215</sup>. La dottrina è d'accordo nel ritenere che i criteri legali e convenzionali di valutazione delle azioni in caso di recesso siano volti alla determinazione di un valore di liquidazione quanto più attuale ed equo possibile<sup>216</sup>.

Nel procedimento di valutazione delle azioni oggetto di recesso, l'organo amministrativo svolge un compito centrale. Difatti il consiglio di amministrazione gode di un'ampia discrezionalità tecnica nell'attribuire peso ai tre diversi criteri valutativi, volta al bilanciamento di interessi contrapposti: il socio recedente vorrebbe ottenere un rimborso congruo delle sue azioni e la società (e di conseguenza i terzi creditori) tende, invece, a salvaguardare l'integrità del patrimonio sociale<sup>217</sup>.

L'art. 2437-*sexies*, c.c. richiama i criteri di valutazione delle azioni del socio recedente non totalmente, ma soltanto in quanto questi siano compatibili con la fattispecie delle azioni riscattabili.

---

<sup>215</sup> VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012, 88.

<sup>216</sup> CALANDRA BUONAURA, *il recesso del socio in società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 2005, 313; PISCITIELLO, *“Valore di disinvestimento” e tutela del recedente nelle società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2015, 835.

<sup>217</sup> MALTESE, *La (presunta) inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione sociale per le ipotesi convenzionali di recesso*, in *Giur. Comm.*, 2022, 1063, *ivi* 1069.

Occorre, dunque analizzare i seguenti profili: in primo luogo è necessario valutare la funzione degli amministratori nel determinare il valore di riscatto delle azioni, in secondo luogo è opportuno verificare l'applicabilità dei criteri di cui all'art. 2437-ter, comma quarto, c.c., in terzo luogo verificare la derogabilità dei criteri di equa valorizzazione ed infine si deve verificare se l'art. 2437-ter, comma 6, c.c. sia compatibile con la norma delle azioni riscattabili.

Innanzitutto sembra essere compatibile con l'istituto del riscatto azionario la regola per cui sia l'organo amministrativo a determinare il valore delle azioni oggetto di riscatto perché, in primo luogo, non si rinvengono indicazioni contrarie né all'interno del dettato normativo né a livello sistematico, in secondo luogo tale opzione pare perseguibile in quanto sono gli amministratori a trovarsi in possesso di tutte le informazioni necessarie per calcolare il valore delle azioni, ed in terzo luogo, dato che la determinazione delle azioni è effettuata dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, si ritiene che possano essere evitati comportamenti lesivi degli interessi dei soci riscattati, in quanto la determinazione del valore avrà un carattere di terzietà. Sulla base di quanto precede, però, si ritiene di attribuire alla norma che vede gli amministratori come i soggetti incaricati della determinazione delle azioni una natura meramente dispositiva rispetto alla volontà statutaria, in quanto sembra perfettamente ammissibile che lo statuto attribuisca il potere di determinazione del prezzo delle azioni anche ad un soggetto terzo (c.d. arbitratore). Dunque, la norma di cui al secondo comma, art. 2437-ter, c.c., sarà applicata in assenza di una diversa pattuizione statutaria<sup>218</sup>.

Per rispondere alla seconda questione, e quindi all'applicabilità del secondo comma, art. 2437-ter, c.c., pare necessario interrogarsi sulla *ratio* del principio di equa valorizzazione. La dottrina è concorde nell'affermare che la regola di equa valorizzazione sia diretta a tutelare il socio recedente, garantendogli un valore minimo di liquidazione delle sue azioni che rispecchi il valore attuale ed equo delle sue azioni. Se questa è la ragione della previsione delle regole di valutazione di cui all'art. 2437-ter, comma 2, c.c., pare corretto concludere nel senso della piena applicabilità di queste ultime all'istituto del riscatto azionario, in quanto

---

<sup>218</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 225.

se il principio di equa valorizzazione è applicabile al caso in cui il socio decide di uscire dalla compagine sociale, allora tale principio sarà altrettanto compatibile con gli interessi dell'azionista che viene espropriato forzosamente del suo *status socii*<sup>219</sup>. Pertanto, pare corretto affermare che le regole di determinazione del corrispettivo che fanno leva sul criterio patrimoniale, reddituale ed eventualmente su quello del valore di mercato delle azioni, siano pienamente applicabili al caso del riscatto azionario, ed anzi stabiliscono un limite minimo di tutela non disponibile all'autonomia dei soci<sup>220</sup>.

Per rispondere alla terza questione che ci si era posti all'inizio della presente analisi, si ritiene applicabile anche la possibilità, enunciata al comma quarto, art. 2437-ter, c.c., per gli statuti di determinare criteri di valutazione diversi da quelli enunciati dalla legge.

Infine si pone il problema circa l'applicabilità dell'ultimo comma dell'art. 2437-ter, c.c. La norma in oggetto prevede che in caso di contestazione del valore di liquidazione, il tribunale, su istanza del recedente (che nel nostro caso sarebbe il riscattato), debba nominare un esperto per la determinazione del valore delle azioni. La *ratio* della norma, all'interno dell'istituto del recesso, pare ovvia: evitare che gli amministratori, nel valutare le azioni del recedente, non applichino correttamente le regole di cui al comma secondo e quarto dell'art. 2437-ter, c.c. Si tratta dunque di una forma di tutela ulteriore nei confronti del socio che vuole uscire dalla compagine sociale. Se questi sono gli interessi che la norma vuole tutelare, allora sembra che il comma sesto, art. 2437-ter, c.c. superi il vaglio di compatibilità con il caso delle azioni riscattabili, come sostenuto dalla giurisprudenza di merito<sup>221</sup>.

## **2.1 Equa valorizzazione in caso di *exit* forzato.**

Sorge ora il quesito se la disciplina dell'equa valorizzazione risulti applicabile anche a fattispecie atipiche di *exit* forzato, diverse dal riscatto azionario. In particolare ci si riferisce alle clausole di trascinamento e a quelle di prelazione impropria, nonché alle clausole di roulette russa.

---

<sup>219</sup> CIOCCA, sub. 2437-*sexies* c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, diretto da d'Alessandro, PICCIN, 2011, 813.

<sup>220</sup> DE LUCA, *La società azionista ed il mercato dei propri titoli*, Giappichelli, Torino, 2012, 60.

<sup>221</sup> Trib. Milano, 17 novembre 2017, in *Società*, 2018, 1144, con nota di FAGGIANO, 1147, *ivi* 1151.

Per quanto concerne le clausole di *drag along* un orientamento ammette la possibilità di estendere analogicamente la disciplina dell'equa valorizzazione alla fattispecie del trascinamento, in quanto il *drag along*, qualora inserito in statuto, farebbe sorgere le medesime esigenze di tutela presenti nel caso di riscatto azionario ai sensi dell'art. 2437-*sexies*, c.c. In altri termini, un autore sostiene che il motivo per cui si ritiene applicabile analogicamente la regola dell'equa valorizzazione alla clausola di trascinamento risieda proprio nell'inserimento della clausola all'interno dello statuto, in quanto idonea a vincolare non soltanto i soci che hanno deciso di introdurre la clausola, ma anche i loro aventi causa, data la natura reale delle clausole statutarie.

Pertanto l'inserimento di una clausola di trascinamento in statuto dovrebbe considerarsi - anche se affiancata da una clausola di prelazione - come una restrizione all'autonomia negoziale dei soci. Ciò comporterebbe che nel momento in cui la clausola di trascinamento venisse inserita all'interno dello statuto si vedrebbero applicate, non tanto le regole in tema di contratti (o se si preferisce, del "mercato"), quanto quelle che disciplinano il diritto societario, e dunque, *in primis*, l'equa valorizzazione dettata in tema di recesso. L'inserimento di una clausola di prelazione a completamento di quella di trascinamento non cambierebbe le conclusioni raggiunte, in quanto il socio che si venga a trovare dal lato passivo del rapporto di trascinamento, per evitare di essere trascinato, sarebbe costretto ad acquistare lui stesso le azioni del cedente<sup>222</sup>.

Un'altra parte della dottrina, però, non ritiene di aderire all'orientamento sostenuto dai consigli Notarili di Milano e Roma e dalla relativa parte della dottrina, secondo cui il principio dell'equa valorizzazione troverebbe applicazione ogniqualvolta la clausola di trascinamento sia inserita in statuto, e quindi anche qualora a quest'ultima sia connessa una

---

<sup>222</sup> Massima del Consiglio Notarile di Milano, n. 88 del 22 novembre 2005 e Massima n. 7/2013 del Consiglio Notarile di Roma. In particolare è stato sostenuto che nemmeno la previsione di un diritto di prelazione a favore del socio potenzialmente trascinato, potrebbe far venir meno la necessità di un'equa valorizzazione delle partecipazioni. Ciò sulla base della considerazione per cui il socio trascinato potrebbe, nel caso concreto, non voler, o non poter, esercitare la prelazione. In dottrina si veda: NOTARI, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, in *An. Giur. Econ.*, 2021, 383, *ivi* 398 e 399. Aderisce a questo orientamento, da ultimo, anche: GIAMPAOLINO, *Clausole di trascinamento (c.d. drag-along): equa determinazione del valore vs equa valorizzazione*, in *Oriz. Dir. Comm.*, 2024, 230, *ivi* 241, nota 19. L'A. ammette di aver cambiato opinione sul punto rispetto al passato. Per l'orientamento contrario si veda: GIAMPAOLINO, *Clausola di covendita (drag-along) ed equa valorizzazione dell'azione*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2009, 523.

clausola di prelazione. Deve infatti rilevarsi che qualora il socio non si venga a trovare in una posizione di mera soggezione, ma possa evitare di essere trascinato (attraverso l'esercizio del diritto di prelazione rispetto al terzo), non sorga la necessità di prevedere un *floor* minimo pari all'equa valorizzazione ex art. 2437-ter, c.c. In altri termini, qualora la clausola di trascinamento fosse "bilanciata" dalla prelazione, sembrerebbe evidente come la stessa struttura della clausola sia idonea ad escludere la necessità di garantire un valore minimo di liquidazione al socio trascinato, dato che in quel caso il socio che si trova dal lato passivo della clausola potrebbe liberamente decidere, qualora lo ritenga conveniente, di esercitare il suo diritto di prelazione sulle partecipazioni del cedente<sup>223</sup>. Da quanto precede si nota che il socio, in questo caso, non si viene a trovare in una posizione di *patis* rispetto all'altrui potere, ma potrà egli stesso decidere di acquistare. Pertanto sembrerebbe venir meno la necessità di prevedere una tutela minima di valorizzazione della partecipazione, essendo questa "bilanciata" dalla presenza della prelazione<sup>224</sup>.

Le conclusioni appena esposte sembrano poter essere estese, a maggior ragione, anche alle clausole di roulette russa. Queste ultime vengono spesso inserite all'interno di statuti di società in cui la proprietà è divisa pariteticamente fra due soci, al fine di evitare che casi di stallo decisionali possano comportare lo scioglimento dell'ente. Le clausole antistallo prevedono, nella loro forma standard, che al verificarsi del c.d. *trigger event* (cioè l'evento previsto dallo statuto idoneo a creare a una situazione di stallo decisionale) qualunque socio possa effettuare un'offerta di acquisto delle altrui partecipazioni. Chi riceve l'offerta avrà due opzioni, accettare l'offerta, e dunque cedere le sue azioni, ovvero rifiutare ed (automaticamente) acquistare egli stesso le azioni del socio offerente al prezzo offertogli. Il meccanismo di funzionamento della clausola evidenzia come il socio offerente, non potendo sapere se l'altro deciderà di cedergli le azioni, ovvero di acquistare le sue, tendenzialmente effettuerà un'offerta in linea con il valore di mercato delle azioni. Tale scelta dipende non

---

<sup>223</sup> FRATINI-TRABACCA, *Clausole di drag along e principio di equa valorizzazione del socio*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2024, 818, *ivi* 832.

<sup>224</sup> In questo senso Lodo Arb., 29 Luglio 2008 (Arb. Un. Mazzoni), in *Banca borsa, tit. cred.*, 505, con nota di GIAMPAOLINO. È richiamato, aderendovi, da: DE LUCA, *ancora sulle clausole statutarie di accordamento e trascinamento (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca, borsa, tit., cred.*, 2013, 75, nota. 41.

dal dettato normativo contenuto all'interno dell'art. 2437-ter, c.c., ma semplicemente perché sembra essere l'unico modo per non trovarsi ad acquistare le altrui partecipazioni ad un prezzo esorbitante, ovvero a dover cedere le proprie ad un prezzo ritenuto svantaggioso<sup>225</sup>.

A seguito delle considerazioni che precedono, sembrerebbe potersi concludere nel senso che la regola dell'equa valorizzazione trova applicazione esclusivamente per quelle clausole statutarie in grado di porre un socio in una posizione di mero *pati*, esattamente come accade nel caso delle azioni riscattabili. Dunque qualora il socio sia relegato in una posizione di soggezione in forza di una clausola statutaria di trascinamento, si applicheranno, per identità di fattispecie, le regole di cui all'art. 2437-ter, c.c.,<sup>226</sup> qualora, invece, il socio passivo possa sottrarsi alla cessione decidendo di esercitare il proprio diritto di prelazione, ovvero decida di acquistare le partecipazioni del socio offerente in forza di una clausola antistallo non sembra necessaria la tutela dell'equa valorizzazione. È stato infatti notato come, nelle clausole antistallo, il criterio di equa valorizzazione sia già incorporato all'interno della struttura della clausola: il soggetto che riceve l'offerta non è costretto ad alienare la propria partecipazione, ben potendo, alternativamente alla vendita, acquistare direttamente le azioni del soggetto che abbia attivato la clausola, alle stesse condizioni economiche<sup>227</sup>.

Alcuni autori ritengono che le conclusioni raggiunte in tema di valorizzazione delle azioni soggette al *drag along* (puro), possano essere estese anche al caso di prelazione impropria. Difatti, anche in questo caso, il socio viene espropriato della sua partecipazione

---

<sup>225</sup> DE LUCA, *Una rivoltella puntata alla tempia (a proposito di clausole della roulette russa)*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2022, 862, *ivi* 883. Aderisce a questo orientamento anche la Massima del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato n. 73/2020. *Contra*: Massima del Consiglio Notarile di Milano n. 181/2019.

<sup>226</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 239. *Contra*: FRATINI-TRABACCA, *Clausole di drag along e principio di equa valorizzazione del socio*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2024, 833. Gli A. sostengono che nemmeno nel caso di patto statutario di trascinamento sia applicabile la regola, dettata in tema di riscatto azionario e di recesso, dell'equa valorizzazione. Il ragionamento si basa sulla diversità di interessi tutelati dagli istituti del riscatto azionario ed in quello del trascinamento. Infatti, nel primo, la società o i soci tendono ad estromettere dalla compagine sociale uno o più azionisti, nel secondo invece si vuole favorire il disinvestimento al verificarsi di un determinato evento. Da queste premesse gli A. giungono alla conclusione che, gli interessi dei soci coinvolti nel riscatto sono necessariamente contrapposti, mentre, al contrario, in una clausola di *drag along* entrambi i soci, essendo venditori, sarebbero interessati a realizzare il miglior prezzo possibile di alienazione dell'intero pacchetto azionario.

<sup>227</sup> DE LUCA, *Una rivoltella puntata alla tempia (a proposito di clausole della roulette russa)*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2022, 862, *ivi* 883.

in modo forzoso senza potersi opporre alla cessione<sup>228</sup>. In altri termini, sarebbe legittima una clausola statutaria di prelazione impropria che consenta ai soci, beneficiari della prelazione impropria, di corrispondere al cedente una somma non inferiore a quella derivante dall'applicazione dei criteri di equa valorizzazione enunciati dall'art. 2437-ter, c.c.<sup>229</sup>.

Un'altra parte della dottrina, però, ha sostenuto che, qualora la clausola di prelazione impropria non preveda un limite minimo pari almeno all'equa valorizzazione, non sarebbe intrinsecamente nulla. Al contrario è stata promossa la tesi in base alla quale potrebbe configurarsi come una clausola di intrasferibilità assoluta di cui all'art. 2355 - bis, comma 1, c.c.<sup>230</sup> La diversa configurazione della clausola di prelazione impropria come clausola di intrasferibilità assoluta delle partecipazioni comporterebbe l'applicabilità del limite temporale di cinque anni previsto ai sensi dell'art. 2355-bis, comma 1, c.c.<sup>231</sup>.

### **3. Equa valorizzazione in caso di *exit* volontario e divieto di patto leonino.**

Una delle questioni più rilevanti in tema di azioni redimibili riguarda la determinazione del corrispettivo da riconoscere al titolare del diritto *al* riscatto. Innanzitutto si può affermare che, in assenza di qualsiasi indicazione statutaria circa i criteri da applicare per giungere ad una valutazione delle azioni redimibili, si possa procedere all'applicazione dei criteri individuati dal legislatore nelle fattispecie di riscatto obbligatorio tipizzate (per esempio si veda l'art. 2355-bis, c.c.). In questo particolare caso, infatti, l'unico modo per conservare il funzionamento della clausola di riscatto risulta essere quello di applicare, in via analogica, i criteri di determinazione del valore delle azioni del socio recedente<sup>232</sup>.

Nel caso in cui, invece, i soci prevedano dei criteri di calcolo delle partecipazioni riscattabili, non si ritiene che siano vincolati dalle regole dettate in tema di equa valorizzazione. Quanto appena affermato si basa sulle due considerazioni: in primo luogo il

---

<sup>228</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 239.

<sup>229</sup> BUSI, *Le clausole di prelazione statutaria nella S.p.A.*, in *Riv. Not.*, 2005, 495.

<sup>230</sup> MAURITANO, *La circolazione delle partecipazioni sociali*, in AA. VV., *La riforma delle società. Aspetti applicativi*, a cura di Bortoluzzi, Torino, UTET, 2004, 324.

<sup>231</sup> BUSI, *Le clausole di prelazione statutaria nella S.p.A.*, in *Riv. Not.*, 2005, 497.

<sup>232</sup> BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.P.A.*, Tesi di dottorato di ricerca, in *Diritto commerciale interno ed internazionale*, ciclo XXIV, 2011, 140.

legislatore impone il rispetto dell'equa valorizzazione in casi in cui si verificano situazioni particolarmente lesive degli interessi del socio, come per esempio nel caso di cui all'art. 2355-*bis*, c.c. Tali considerazioni non sembrano valere per il riscatto convenzionale, dove, invece, le parti sono libere di accordarsi circa le modalità di determinazione del corrispettivo. In secondo luogo, deve ricordarsi che la decisione di esercitare la clausola di riscatto spetta esclusivamente al titolare delle azioni riscattande, in quale evidentemente, deciderà di liquidarle solo se sia conveniente economicamente<sup>233</sup>. Inoltre è necessario rilevare come difficilmente il socio c.d. finanziatore rimetterebbe ai criteri legali la valutazione delle proprie azioni, preferendo, al contrario, negoziare direttamente i termini economici dell'*exit*<sup>234</sup>.

L'unico limite relativo alla determinazione del corrispettivo deve, dunque, essere ricercato nel sistema del diritto societario, ed in particolare nell'art. 2265, c.c., che vieta l'esclusione di uno o più azionisti da ogni partecipazione agli utili o alle perdite<sup>235</sup>. La norma è volta alla responsabilizzazione dei soci, in quanto richiede che vi sia una correlazione - non necessariamente proporzionale - fra l'esercizio dei diritti amministrativi e la partecipazione ai risultati economici dell'attività imprenditoriale<sup>236</sup>. Il problema si concretizza, invero, qualora vengano previste in statuto azioni riscattande a prezzo predefinito (normalmente emesse a scopo di finanziamento), cioè una categoria azionaria che garantisca, al momento

---

<sup>233</sup> PAGANIN, *Le azioni redimibili, Tesi di dottorato in Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro*, 2016, 123.

<sup>234</sup> In dottrina si veda: CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2006, 200 e 201. Per l'A. data la non riconducibilità dell'istituto dell'obbligo di riscatto allo schema dell'art. 2437-*sexies*, conclude, non solo nel senso dell'inapplicabilità delle norme enunciate per le azioni riscattabili (e quindi né l'art. 2437-*ter* in tema di valutazione delle azioni oggetto di recesso, né l'art. 2437-*quater* in tema di procedimento di liquidazione), ma anche della loro inappropriatazza con l'ipotesi riscatto obbligatorio. Inoltre, è della stessa opinione anche: PAGANIN, *Le azioni redimibili, Tesi di dottorato in Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro*, 2016, 118. L'A. riconosce come il successo delle azioni redimibili dipenda proprio dalla possibilità per le parti coinvolte di strutturare, secondo i loro interessi, l'operazione di finanziamento. Per gli orientamenti notarili si veda, invece: Massima n. 20 del 2016, Consiglio Notarile di Roma; Massima n. 67 del 2018 del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato.

<sup>235</sup> CIOCCA, sub. 2437-*sexies* c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, diretto da d'Alessandro, PICCIN, 2011, 823.

<sup>236</sup> Si veda sul punto: PAGANIN, *Le azioni redimibili, Tesi di dottorato in Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro*, 2016, 123

dell'esercizio del riscatto, il pagamento dell'importo investito, più una determinata remunerazione del capitale.

Sul punto una parte la dottrina e gli orientamenti notarili distinguono il caso in cui a riscattare sia la società, ovvero gli altri soci. Nel primo caso è stato fatto notare come il socio titolare del diritto al riscatto sarebbe esposto al rischio di insussistenza delle riserve disponibili o degli utili distribuibili necessari per l'esercizio del riscatto; vi sarebbe, cioè, un'alea collegata all'investimento azionario (dovuta al rischio di non poter essere liquidati per mancanza di risorse) tale da evitare la sanzione della nullità della clausola di riscatto per violazione dell'art. 2265 c.c.<sup>237</sup>. Pertanto, condizione necessaria e sufficiente per evitare la "leoninità" dell'accordo, sembrerebbe essere quello di attribuire l'obbligo di acquisto in capo alla società. Tale alea verrebbe meno – e di conseguenza risulterebbe applicabile il divieto di patto leonino - nel caso in cui, nel momento della liquidazione dell'investimento, all'investitore venissero decurtati gli utili *medio tempore* percepiti<sup>238</sup>.

Al contrario se onerati dell'acquisto fossero gli altri soci, la dottrina e gli orientamenti notarili richiedono che la determinazione del prezzo di vendita sia connesso, in maniera non irrisoria, all'effettivo valore della società. Inoltre gli orientamenti notarili ritengono ammissibile la previsione di un *floor* inferiore al prezzo di acquisto o di sottoscrizione, purché si tratti di una differenza sostanziale<sup>239</sup>.

Un autore ha, infine, rilevato come sembrerebbe ammissibile l'emissione di azioni riscattande prive del diritto di voto in assemblea, così da evitare che questo possa incidere sulle decisioni della società. Il rimedio in questione non incide sulla partecipazione del socio al rischio di impresa, ma interviene sull'altro elemento costitutivo della fattispecie del divieto

---

<sup>237</sup> Massima n. 67 Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato. Sempre della stessa idea, ma basandosi su presupposti diversi: CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. Dir. Comm.*, 196 e 202. L'A. sostiene l'ammissibilità di azioni redimibili a prezzo predefinito sulla base del fatto che anche se al socio dovesse essere riconosciuto un corrispettivo fisso maggiorato degli interessi, potrebbe comportare un pregiudizio del socio in caso di aumento del patrimonio sociale, in quanto le sue azioni avrebbero acquistato un valore superiore rispetto a quello pattuito e quindi «la sussistenza di un'alea sembrerebbe escludere la configurabilità del patto leonino». Poco più avanti, invece, sostiene la tesi facendo riferimento al nuovo quadro del diritto societario *post* riforma del 2003.

<sup>238</sup> PAGANIN, *Le azioni redimibili*, *Tesi di dottorato in Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro*, 2016, 123

<sup>239</sup> Massima n. 67 del 2018 del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato

di patto leonino, ossia l'esercizio dei diritti amministrativi. L'obiettivo è quello di prevenire la formazione di una situazione strutturale di conflitto di interessi tra il socio finanziatore e i soci ordinari che costituisce il presupposto del divieto di patto leonino<sup>240</sup>.

#### **4. Procedimento di liquidazione delle azioni riscattabili.**

L'art. 2437-*sexies*, c.c. richiama, sempre ricorrendo alla clausola di compatibilità, l'art. 2437-*quater*, c.c., in tema di procedimento liquidatorio delle azioni su cui sia stato esercitato il diritto di recesso.

Per comprendere la compatibilità fra il procedimento e l'istituto del riscatto azionario, è necessario analizzare l'obiettivo perseguito dal legislatore con la norma in esame.

La *ratio* dell'art. 2437-*quater*, c.c., è quella di agevolare la società a reperire le risorse finanziarie necessarie per adempiere al proprio obbligo di liquidazione delle azioni del socio recedente. Detto in altri termini l'obiettivo della norma è quello di evitare (o forse meglio mitigare) il rischio che il diritto di *exit* del socio recedente possa incidere negativamente sul patrimonio sociale<sup>241</sup>. Se queste sono le esigenze che sottostanno alla disposizione che disciplina il procedimento liquidatorio delle azioni del recedente, non pare vi possano essere punti di contatto con il caso di rimborso di azioni riscattabili, dato che in quest'ultimo caso è la società (o i soci) a esercitare il loro potere di riscatto sui possessori di azioni riscattabili.

È ora necessario analizzare i limiti di compatibilità del rinvio effettuato dalla norma in tema di azioni riscattabili.

La dottrina sembra essere d'accordo nell'affermare la non applicabilità del procedimento di liquidazione nel caso in cui a riscattare siano i soci, in quanto in questo caso l'acquisto avviene esclusivamente con le risorse derivante dal patrimonio del socio riscattante, non andando ad intaccare in nessun modo quello della società<sup>242</sup>.

---

<sup>240</sup> PAGANIN, *Le azioni redimibili*, Tesi di dottorato in *Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro*, 2016, 132, nota n. 386. In senso dubitativo, tuttavia, si veda: Massima n. 67 del 2018 del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato.

<sup>241</sup> DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa-Portale, 3, Torino, UTET, 2006, 248.

<sup>242</sup> PACIELLO, *sub Art. 2437-sexies*, in NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *società di capitali. Commentario*, II, Napoli, 2004, 1147; CIOCCA, *sub. 2437-sexies c.c.*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, diretto da d'Alessandro, PICCIN, 2011, 817; VITALI, *Le azioni riscattabili*, 248.

Fattispecie più problematica è quella in cui sia la società ad esercitare il potere di riscatto. Le questioni che si pongono in questo caso sono, in primo luogo l'operatività del limite di compatibilità richiamato dall'art. 2437-*sexies*, c.c., ed in secondo luogo la natura – inderogabile o dispositiva – della norma in esame.

Sul primo problema non vi è consenso in dottrina, in quanto da un lato è stato sostenuto che il procedimento liquidatorio avesse natura dispositiva, e quindi, applicabile nella sua interezza solo in assenza di una diversa volontà statutaria<sup>243</sup>. Un altro orientamento, invece, sostiene un'interpretazione più rigorosa, affermando da un lato l'incompatibilità delle norme in tema di recesso con quelle in tema di riscatto, e dall'altro, nega alla radice l'applicabilità delle regole che prevedono il coinvolgimento di altri soggetti diversi dalla società nel procedimento liquidatorio<sup>244</sup>. Secondo questo orientamento dottrinale, dunque, anche nel caso in cui lo statuto rimanesse silente in tema di procedimento liquidatorio, non troverebbero applicazione le regole enunciate dai primi cinque commi dell'art. 2437-*sexies*, c.c., dato che il diritto (potestativo) all'acquisto spetterebbe direttamente alla società<sup>245</sup>.

Infine, la dottrina è divisa circa l'applicabilità della norma espressa dall'art. 2437-*quater*, comma 6, c.c., che dispone che la società debba provvedere allo scioglimento, oppure alla riduzione del capitale sociale, nel caso in cui non vi siano utili distribuibili o riserve disponibili per rimborsare le azioni del recedente (o nel nostro caso del socio riscattato). Una parte la ritiene applicabile, nel caso in cui la società abbia riscattato le azioni, pur non avendo le risorse necessarie per effettuare l'acquisto<sup>246</sup>. Diversamente, un altro orientamento sostiene, più semplicemente, che la società non possa esercitare il suo diritto potestativo al riscatto delle altre azioni senza che vi siano le risorse necessarie in bilancio<sup>247</sup>.

---

<sup>243</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 252.

<sup>244</sup> CIOCCA, sub. 2437-*sexies* c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, diretto da d'Alessandro, PICCIN, 2011, 823.

<sup>245</sup> CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2005, 61.

<sup>246</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 252.

<sup>247</sup> CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2005, 54. Aderisce a questo orientamento anche: CIOCCA, sub. 2437-*sexies* c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, diretto da d'Alessandro, PICCIN, 2011, 823.

## 5. Il riscatto da parte della società. L'acquisto delle azioni proprie.

La disciplina del riscatto azionario si conclude facendo salva l'applicabilità degli artt. 2357 e 2357-bis, c.c., in tema di acquisto di azioni proprie. La prima fra le due norme indica, oltre alle risorse da utilizzare per procedere all'acquisto di azioni proprie (utili distribuibili e riserve disponibili), una serie elementi che debbono essere contenuti all'interno della delibera che autorizza il riscatto azionario (o meglio la delibera di acquisto di azioni proprie).

Il rinvio effettuato dal legislatore è limitato al caso in cui ad esercitare il potere di riscatto sia la società. È però necessario affrontare la tematica circa l'effettiva esigenza di rispettare tutte le norme contenute negli articoli richiamati dal legislatore, oppure se sia possibile derogare ad alcune di esse da parte dall'autonomia statutaria. Si anticipa da ora che non tutti i requisiti indicati dal legislatore in tema di acquisto di azioni propri risultano compatibili con la fattispecie del riscatto azionario. Ma procediamo con ordine.

Sicuramente è applicabile il primo comma dell'art. 2357, c.c., che indica, in primo luogo che la società, qualora volesse procedere all'acquisto dei propri titoli, dovrà utilizzare le riserve disponibili o gli utili distribuibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato, ed in secondo luogo che la stessa potrà procedere all'acquisto di azioni proprie soltanto se le azioni siano interamente liberate. La *ratio* della norma è sicuramente quella evitare che la società diventi creditrice di sé stessa. Queste due condizioni provengono, oltre che dall'art. 2357, c.c., dal diritto comunitario, in particolare dall'art 82, lett. b) e d) della direttiva 1132/2017. Si nota però un problema in relazione alla fattispecie delle azioni riscattabili. Infatti, il mancato adempimento del socio a versare integralmente tutti i conferimenti relativi alla partecipazione da lui sottoscritta, vizia il meccanismo di funzionamento del riscatto azionario. Detto in altri termini, nel momento in cui il socio non dovesse liberare interamente le azioni da lui sottoscritte, la società (ricordiamo che l'art. 2357, c.c., si applica solo al caso in cui sia la società a riscattare) non potrebbe procedere a riscattare le sue azioni<sup>248</sup>.

Il secondo comma della norma in esame, indica poi che l'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità di acquisto, fra cui, in particolare il

---

<sup>248</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 256.

numero massimo di azioni da acquistare, la durata per la quale l'autorizzazione è accordata, la quale non può eccedere i diciotto mesi, ed il corrispettivo minimo e massimo.

In primo luogo, in relazione al numero massimo di azioni riscattabili dalla società, nel silenzio della delibera assembleare, si ritiene che l'autorizzazione si estenda a tutte le azioni che risultino riscattabili in quel momento. In secondo luogo, per quanto concerne il prezzo, si ritiene che non sia obbligatorio indicare il prezzo minimo di acquisto delle azioni in caso di riscatto, dato che, in ogni caso, il prezzo di riscatto non è oggetto di libera contrattazione fra le parti, essendo determinato sulla base dell'art. 2437-ter, c.c. Risulta invece obbligatorio per l'assemblea inserire all'interno della delibera il prezzo massimo di acquisto<sup>249</sup> al fine di limitare la discrezionalità dell'organo amministrativo<sup>250</sup>. Se l'autorizzazione assembleare è volta a limitare la discrezionalità degli amministratori, se ne deduce che l'organo amministrativo non potrà riscattare ad un prezzo superiore a quello individuato dai soci nella delibera autorizzativa<sup>251</sup>.

Un importante dubbio interpretativo riguarda, il coordinamento fra l'articolo 2437-*quater*, comma quinto, c.c., e l'articolo 2357, comma terzo, c.c., in relazione al limite massimo di acquisto di azioni proprie imposto alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. In particolare, ci si interroga su quale sia il corretto rapporto tra le due norme con riferimento alla soglia massima del venti per cento del capitale sociale stabilita per l'acquisto di azioni proprie. L'articolo 2357, comma 3, stabilisce infatti che le società possono acquistare azioni proprie entro il limite di un quinto del capitale sociale, ponendo un vincolo chiaro al fenomeno dell'acquisto di azioni proprie. Tuttavia, nel caso del recesso del socio, questo limite non viene espressamente richiamato, generando incertezza sull'eventuale applicabilità della soglia nel caso di riscatto azionario, dato che l'art. 2437-*sexies*, c.c. richiama tanto l'art. 2437-*quater*, c.c., quanto l'art 2357, c.c.

---

<sup>249</sup> IBIDEM, 264.

<sup>250</sup> DE LUCA, *La società azionista ed il mercato dei propri titoli*, Giappichelli, Torino, 2012, 60. L'A. afferma che il limite minimo non sia necessario, in quanto in ogni caso il riscatto non può eseguirsi ad un prezzo inferiore a quello risultante dall'applicazione dell'art. 2437-ter, c.c. Al contrario ritiene necessario, riferendosi all'acquisto di azioni proprie, che il limite massimo sia individuato dallo statuto in quanto finalizzato a limitare la discrezionalità dell'organo amministrativo.

<sup>251</sup> DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, 181. Con riferimento all'acquisto di azioni proprie si veda: DE LUCA, *La società azionista ed il mercato dei propri titoli*, Giappichelli, Torino, 2012, 60.

In particolare le ragioni che giustificano la norma derogatoria, cioè quella dettata in tema di recesso, non sembrano sussistere nel caso di riscatto azionario, dato che la mancanza del limite all'interno della norma di cui all'art. 2437-*quater*, c.c., vuole tutelare l'interesse del socio recedente ad uscire dalla compagine sociale. Nel riscatto, però, tale necessità non si riscontra, in quanto, a livello strutturale, il recesso ed il riscatto sono due istituti esattamente speculari dalla prospettiva della società: l'acquisto nel primo caso si configura come un atto dovuto, nel secondo come un atto del tutto facoltativo. Inoltre, l'articolo 2437-*sexies*, c.c. richiama integralmente la disciplina dell'acquisto di azioni proprie mentre il richiamo al meccanismo del recesso è formulato con il limite della compatibilità. Ciò significa che tale norma si applica solo nella misura in cui risulti compatibile con la specifica disciplina del riscatto. Di contro, l'articolo 2357, c.c., viene richiamato in modo pieno, senza alcun limite esplicito.

Alla luce di queste considerazioni, appare necessario risolvere il contrasto in favore dell'applicazione del limite quantitativo del quinto del capitale previsto dall'art. 2357, c.c. Tale interpretazione risulta più coerente con il richiamo fatto all'articolo 2437-*quater*, che opera "nei limiti della compatibilità", e con l'esigenza di garantire un quadro normativo armonico e rispettoso dei principi di tutela del capitale sociale, tutelati dall'art. 2357, c.c.<sup>252</sup>.

La violazione del limite, però non comporta l'inefficacia dell'acquisto, quanto, in conformità al dettato normativo, l'obbligo per gli amministratori di alienare i titoli acquistati in eccesso entro un anno, ovvero, qualora ciò non dovesse avvenire, si dovrà procedere annullando i titoli con conseguente riduzione del capitale sociale (art. 2357, comma quarto, c.c.).

Per concludere è necessario soffermarsi sull'esistenza di un principio di parità di trattamento nel riscatto azionario. Per rispondere a questa domanda bisogna analizzare la normativa europea di settore, cioè la più volte menzionata direttiva 1132/2017. In particolare l'art. 85, dispone che i legislatori nazionali dovranno salvaguardare la parità di trattamento

---

<sup>252</sup> BUSANI-SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, in *Società*, 157, ivi 160. Aderisce a questo orientamento anche: CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2005, 62; CIOCCA, sub. 2437-*sexies* c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, diretto da d'Alessandro, PICCIN, 2011, 823-824.

degli azionisti che si trovino in condizioni identiche. Nel testo dunque è centrale il concetto di “identiche condizioni”, in quanto, la società che riscatta i titoli azionari sarà obbligata ad applicare il principio di parità di trattamento soltanto in quel caso. In altri termini, il principio euro unitario tollera disuguaglianze, ma soltanto se gli azionisti si trovano in posizioni non identiche o se legittimate dalla rinuncia espressa dei destinatari ad un trattamento uguale rispetto agli altri azionisti che si trovino nella loro stessa condizione<sup>253</sup>.

Quanto appena affermato ha due corollari: se la società vuole esercitare il suo diritto di riscatto, ovvero è obbligata ad acquistare i titoli di alcuni azionisti, sarà tenuta a rispettare la parità di trattamento, non potendo riscattare soltanto le azioni di alcuni, e non quelle degli altri. Il secondo corollario invece, riguarda il riscatto effettuato da parte degli altri azionisti: in questo caso il principio europeo di parità di trattamento non trova applicazione, e dunque il socio legittimato ad esercitare il potere di riscatto sarà libero di acquistare i titoli dai soggetti che preferisce.

### **5.1. Il rinvio all’art. 2357-bis, c.c.**

L’art. 2437-*sexies*, c.c., facendo salva l’applicazione anche dell’art. 2357-*bis*, c.c, apre ulteriori problemi di coordinamento fra le norme. Il richiamo, infatti, sembra essere eccessivamente ampio, in quanto, come rilevato dalla dottrina, le fattispecie di cui al 2357-*bis*, comma primo, n. 2 e 3, non sono compatibili con il riscatto azionario. Il n. 2 (acquisto di azioni a titolo gratuito) in quanto il riscatto azionario non può eseguirsi gratuitamente<sup>254</sup>, in quanto il prezzo è vincolato dall’applicazione dell’art. 2437-*ter*, c.c., ed il n. 3), in quanto essa contempla modalità di trasferimento delle azioni non compatibili con il riscatto azionario. Risulterebbe, invece, compatibile il riscatto di azioni in occasione di esecuzione forzata per il soddisfacimento di un credito. Difatti si ritiene ammissibile una clausola statutaria che ricollegli il riscatto azionario all’inadempimento di obbligazioni dei soci nei confronti della società<sup>255</sup>.

---

<sup>253</sup> DE LUCA, *La società azionista ed il mercato dei propri titoli*, Giappichelli, Torino, 2012, 76.

<sup>254</sup> Si veda, *supra*, cap. III, Par. 2.

<sup>255</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 266. Ritiene invece che la clausola di riscatto possa riferirsi esclusivamente al n. 1, art. 2357-*bis*, c.c. e non al n. 4): CIOCCA, sub. 2437-*sexies* c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, diretto da d’Alessandro, PICCIN, 2011, 824.

L'esegesi della norma porta a ritenere che l'art. 2437-*sexies*, c.c. rappresenti lo statuto generale del riscatto azionario, che viene completato, per quanto riguarda i requisiti dell'autorizzazione assembleare, dall'art. 2357, c.c. La norma, dunque, richiama l'art. 2357-*bis*, c.c., in quanto deroga alle regole predisposte dal legislatore in tema di acquisto di azioni proprie. Il richiamo dell'art. 2437-*sexies*, c.c. al 2357-*bis*, c.c. quindi si fonda su un rapporto di *genus ad speciem* tale da legittimare la combinazione delle due clausole<sup>256</sup>.

In questo caso dunque, lo statuto potrà deliberare l'acquisto di azioni proprie in esecuzione di una delibera di riduzione del capitale sociale da eseguirsi attraverso il riscatto e l'annullamento dei titoli. Detto in altri termini, la combinazione delle due norme, pare porre la base normativa del c.d. riscatto finalizzato alla riduzione del capitale. In questo caso il riscatto azionario costituisce una fase di un'operazione più complessa, volta alla riduzione del capitale sociale e alternativa a quelle previste dall'art. 2445, c.c.<sup>257</sup>.

---

<sup>256</sup> VITALI, *Le azioni riscattabili*, 268.

<sup>257</sup> BUSANI-SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, in *Società*, 161.

## BIBLIOGRAFIA

ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, CEDAM, Padova, 2010.

ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, CEDAM, Milano, 2006.

ANGELICI, *Fra “mercato” e “società”: a proposito di venture capital e drag along*, in *dir. Banc. Merc. Fin.*, 2011, 19.

ANGELICI, *Sulla tutela delle minoranze azionarie*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2016, 571.

ASSONIME, in *Riv. Soc.*, 1977, 724.

BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. Impr.*, 2004, 1125.

BENUSSI, *Considerazioni in ordine all'estromissione forzata del socio nelle società di capitali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Zanarone*, a cura di Benazzo, Cera e Patriarca, 2011.

BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da Colombo Portale, 2\*, UTET, Torino, 1991, 3.

BORTOLUZZI, *Il riscatto azionario nella S.P.A.*, Tesi di dottorato di ricerca, in *Diritto commerciale interno ed internazionale*, ciclo XXIV, Milano, 2011.

BOTTI, *Clausole di covendita e trascinarsi*, Milano, Giuffrè, 2022

BUSANI – SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, in *Società*, 2012, 157.

BUSI, *Le clausole di prelazione statutaria nella S.p.A.*, in *Riv. Not.*, 2005, 495.

C. D'ALESSANDRO, *Patti di covendita (tag along e drag along)*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2010, 373

CALANDRA BUONAURA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 2005, 291.

CALLEGARI, *Le azioni e le regole di circolazione*, in *La riforma delle Società, Profili della nuova disciplina*, a cura di Ambrosiani, Torino, Giappichelli, 2003.

CALLEGARI, sub art. 2437-sexies c.c., in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino e Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, Zanichelli, 2004, 1445.

CALVOSA, *Sulle cc. dd. Clausole di riscatto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1991, 115.

CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1995.

- CALVOSA, *L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, 195.
- CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili: delimitazioni dei confini di operatività dell'istituto*, in *Società*, 2019, 1327.
- CAPPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso "per giusta causa" nelle s.p.a. e nella s.r.l.*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2004, 512.
- CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1983, 506.
- CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, 50.
- CIAN, *Art. 2473-bis. L'Esclusione del socio*, in DOLMETTA – PRESTI (a cura di) *S.R.L. Commentario*, 498.
- CIOCCA, sub. 2437-sexies c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, diretto da d'Alessandro, PICCIN, Padova, 2011, 817.
- COLAIORI, *La giurisprudenza della Corte di Cassazione e l'efficienza economica del recesso ad nutum dalle società "chiuse"*, in *Riv. Soc.*, 2024, 458.
- COX-HAZEN, *Cox & Hazen on Corporations*, Aspen Publishers, New York, 2003.
- DAVIES, P. L. (Paul L. et al. (2012) *Gower and Davies' principles of modern company law*, Gower & Davies, London, 2012.
- DE COSTA, *Le azioni redimibili*, in *Azioni e altri strumenti finanziari*, Marchetti (a cura di), Milano, Giappichelli, 2021.
- DEL LINZ, *Introduzione delle clausole di co-vendita negli statuti sociali*, in *Giur. Comm.*, 2012, 1073.
- DE LUCA, *Validità delle clausole di trascinamento*, in *Banca borsa tit. Cred.*, 2009, 174.
- DE LUCA, *La società azionista ed il mercato dei propri titoli*, Giappichelli, Torino, 2012.
- DE LUCA, *ancora sulle clausole statutarie di accodamento e trascinamento (tag e drag-along). Possono essere introdotte a maggioranza?*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2013, 65.
- DE LUCA, *Il socio leone. Il revirement della cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2019, 81.
- DE LUCA, *Vengo anch'io, non tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinamento*, in *An. Giur. Econ.*, 2021, 329.

DE LUCA – FERRANTE, *clausole di trascinarsi e accodamento (drag- e tag-along)*, in *Le Società per Azioni. Codice civile e norme complementari, diretto da Abbadessa – Portale*, Milano, Giuffrè, 2016.

DEL POZO, *La amortización de acciones y las acciones rescatables*, Civitas, Madrid, 2002.

DELLI PRISCOLI, *Azioni riscattabili. Il recesso dalle società per azioni*, in *Il codice civile. Commentario*, Giuffrè, Milano, 2013, 209.

DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 2006, 386.

DENTAMARO, *Offerta pubblica di acquisto e di scambio*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, 1081.

DE SANTIS, *Le operazioni sul capitale sociale delle società per azioni*, in *Lezioni di diritto commerciale comunitario*, (a cura di) Nuzzo e Cassottana, Giappichelli, Torino, 2006.

DE NOVA, *Il diritto di recesso del socio di società per azioni come opzione di vendita*, in *Riv. Dir. Priv.*, 2004, 329

DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Società*, 2008, 415.

DI BITONTO, *Clausola statutaria di drag-along: chi era costei?*, in *Società*, 2008, 1381.

DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da Abbadessa – Portale, 3, UTET, Torino, 2006.

DI CATALDO, *Il recesso del socio di società di capitali. È legittima una clausola di recesso per giusta causa?*, in *Giur. Comm.*, 2015, 605.

DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, Giappichelli, Torino, 2013.

DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Giuffrè, Milano, 2012.

DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along. Nuove regole statutarie di società di capitali e patti parasociali*, Milano, IPSOA, 2013.

FABBRINI, *Validità delle clausole di drag along*, in *Giur. Comm.*, 2009, 1034.

FELICETTI, *Venture capital, put options e patto leonino: ragioni giuridiche ed economiche per una rilettura*, in *An. Giur. Econ.*, 2021, 305.

FERRAN, HOWELL, STEFFEK, *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford University Press, 2023.

FERRARA JR.- CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, Giuffrè, 2006.

FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Giuffrè, Milano, 2001.

FERRI JR, *Recesso senza causa e autonomia statutaria*, in *Riv. Not.*, 2024, 669.

- FRATINI-TRABACCA, *Clausole di drag along e principio di equa valorizzazione del socio*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2024, 818.
- FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Giuffrè, Milano, 2009.
- GALLETTI, *il recesso nelle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2000.
- GALLETTI, *Sub art. 2437-sexies*, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, CEDAM, Padova, 2005, 1634.
- GARCÍA DE ENTERRÍA, *Las acciones rescatables*, in *La Ley*, 1999, 1699.
- GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *sub art. 2355-bis*, in *Le Società per Azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa – Portale, 660.
- GIAMPAOLINO, *Clausola di covendita (drag-along) ed equa valorizzazione dell'azione*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2009, 523.
- GIAMPAOLINO, *Clausole di trascinamento (c.d. drag-along): equa determinazione del valore vs equa valorizzazione*, in *Oriz. Dir. Comm.*, 2024, 230.
- GILOTTA, *Recesso e governo delle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2024.
- GRIECO, *Il riscatto di azioni nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2025, 41.
- GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, VI, 1, UTET, 1993, 142.
- HIRSHMAN, *Exit, Voice and loyalty. Responses to decline in Firms, organizations and states*, Harvard University Press, Cambridge, 1970.
- LUCIANO – LACCHINI, *Lo squeeze out statutario: una prospettiva di fattibilità*, in *Giur. Comm.*, 2011, 904.
- MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Ipsoa, Milano, 2004.
- MALIMPENSA, *Introduzione durante societate di riscatto e drag-along e principio maggioritario*, in *riv. Dir. Soc.*, 2011, 655.
- MALTESE, *La (presunta) inderogabilità dei criteri di liquidazione della partecipazione sociale per le ipotesi convenzionali di recesso*, in *Giur. Comm.*, 2022, 1063.
- MALTONI, *La clausola di mero gradimento «all'italiana»*, in *Riv. Not.*, 2004, 1376.
- MANNING – HANKS JR., *Legal capital*, Foundation press, New York, 1999.

- MARASÀ, *Artt. 2437-2437 quinquies*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da D'ALESSANDRO, II, PICCIN, Padova, 775.
- MAURITANO, *La circolazione delle partecipazioni sociali*, in AA. VV., *La riforma delle società. Aspetti applicativi*, a cura di Bortoluzzi, Torino, UTET, 2004.
- MERRICK DODD JR, *Purchase and redemption by a corporation of its own shares: the substantive law*, in *U.Pa L.Rev.*, 697-734.
- MOSCA, *Le OPA obbligatorie*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da Cera e Presti, 2020, Torino, 1458.
- NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Abbadessa-Portale, Torino, UTET, 2006, 603.
- NOTARI, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, in *An. Giur. Econ.*, 2021, 383
- NOTARI, *Roulette russa ed equa valorizzazione (appunti a margine di cass. 22375/2023)*, in *Riv. Not.*, 2024, 11.
- NOTE, *Stock redemption at the option of the shareholder in the close corporation*, in *Iowa L. Rev.*, 1963, 986.
- PACIELLO, *Art. 2437-sexies*, in NICCOLINI-STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *società di capitali. Commentario*, II, Napoli, 2004, 1147.
- PAGANIN, *Le azioni redimibili e finanziamento della società per azioni*, Tesi di dottorato in Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro, Venezia, 2016.
- PANZARINI, *Il contratto di opzione. Effetti e disciplina*, Giuffrè, Milano, 2018.
- PATRIARCA, *C'è un futuro per le azioni con prestazioni accessorie?*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2004, 330.
- PEDERZINI (a cura di), *Percorsi di diritto societario europeo*, Giappichelli, Torino, 2007.
- PERRECA, *La clausola di accodamento (c.d. tag-along): si attiva per il trasferimento della nuda proprietà delle azioni o per l'acquisto del controllo?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, 453.
- PERRINO, *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Giuffrè, Milano, 1997.
- PERRINO, *La rilevanza del socio nella s.r.l.: recesso, diritti particolari, esclusione*, in *Giur. Comm.*, 2005, 810.
- PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003, 1268.

PISCITELLO, *Diritto di recesso*, in *Le Società per Azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da Abbadessa – Portale, Giuffrè, Milano, 2016, 2497.

PISCITELLO, “*Valore di disinvestimento*” e tutela del recedente nelle società per azioni, in *Riv. Soc.*, 2015, 835.

PISTOCCHI, *Le azioni riscattabili e fondi propri*, UTET, Milano, 2023.

PISTOCCHI, *La clausola di russian roulette tra contratto e impresa*, in *Giur. Comm.*, 2024.

PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. Soc.*, 1982, 763

PRESTI, *La clausola di “riscatto” nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1983, 397.

PRESTI – RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, 2, Zanichelli, Torino, 2023.

PROVERBIO, *I patti parasociali*, Milano, IPSOA, 2004.

RESCIO, *Regolamentazione statutaria dell’investimento azionario. Unanimità o maggioranza nell’introduzione della clausola di drag-along*, in *Giur. Comm.*, 2012, 1055.

SALAFIA, *Squeeze out statutario*, in *Società*, 2007, 1450.

SALVATI, *I limiti alla circolazione delle azioni: le clausole statutarie tipiche*, Borgia, Roma, 2011.

SALVATI, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni. Il diritto al disinvestimento*, Milano, CEDAM, 2011.

SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione a prezzo garantito alle azioni “redimibili” (una rilettura del divieto del patto leonino nella s.p.a. riformata)*, in *Società banche e crisi di impresa*, diretto da Campobasso, UTET, Milano, 2014, 605.

SANTA MARIA, *Diritto commerciale europeo*, Giuffrè, Milano, 2008.

SBISÀ, *I limiti alla circolazione delle azioni*, in *il codice civile. Commentario*, fondato da Shlesinger, diretto da Busnelli, Giuffrè, 2013.

SCIUTO – COLAIORI, *La società per azioni*, SPADA con FIGÀ-TALAMANCA, OLIVIERI, SALAMONE, SCHIUMA, SCIUTO, in *trattato di diritto privato* a cura di Iudica e Zatti, 2025.

SFAMENI, *azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Giuffrè, Milano, 2008.

SPOLIDORO, *Principi e regole in materia di esecuzione del riscatto di azioni: possibili cautele statutarie*, in *riv. not.*, 255, 2023.

STANGHELLINI, *Commento sub art. 2355-bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti – Bianchi - Ghezzi – Notari, EGEA, Milano, 2008, 559

STELLA RICHTER JR, *Il recesso dalla società per azioni*, in *Trattato delle società*, a cura di Donativi, III, UTET, Milano, 2022, 1154.

STELLA RICHTER JR, *Recesso senza causa e autonomia statutaria*, in *Riv. Not.*, 2024, 669.

ROPPO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di Iudica e Zatti, Giuffrè, Milano, 2011.

TOFFOLETTO – ABRIANI, *Spunti per una lettura di Cass. 25 luglio 2023, n. 22375, in tema di clausole antistallo contenute in patti parasociali e dintorni*, in *Riv. Not.*, 2023, 27.

TRIPPUTI, *Questioni in tema di scaglionamento del diritto di voto, divieto di concorrenza del socio e sanzioni statutarie per la violazione di tale divieto*, in *Giur. Comm.*, 2010, 304.

VEGA JIMENEZ – MONGE LOZANO – DOMINGUEZ CASADO, *Acciones rescatables: aspectos normativos, financieros y contables*, in *AF*, 1999, 49.

VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012.

VIETTI, *sub art 2437-2437-sexies*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di Lo Cascio, Milano, 2003, 425

VILLACORTA HERNANDEZ, *Acciones rescatables y otros híbridos financieros societarios. Algunos aspectos jurídicos (sustantivos, financieros y contables)*, Madrid, 2011.

VITALI, *Le azioni riscattabili*, Giuffrè, Milano, 2013.

VITALI, *Azioni ordinarie e azioni speciali* in *Trattato delle società*, a cura di Donativi, II, UTET, Milano, 2022, 621.

WEISS, *The law of take out mergers: a historical perspective*, *N.Y.U.L. Rev.*, 1981, 624.

## **MASSIME CONSIGLI NOTARILI**

Massima n. H.I. 1/2004 Consiglio Notarile del Triveneto.

Massima n. 32 del 2004, Consiglio Notarile di Milano.

Massima n. 35 del 2004, Consiglio Notarile di Milano.

Massima n. 74 del 2005, Consiglio Notarile di Milano.

Massima n. 88 del 2005, Consiglio Notarile di Milano

Massima n. I.I. 25/2006, Consiglio Notarile del Triveneto.

Massima n. 99 del 2007, Consiglio Notarile di Milano.

Massima n. 7 del 2013, Consiglio Notarile di Roma.

Massima n. 20 del 2016, Consiglio Notarile di Roma.

Massima n. 67 del 2018, Consiglio notarile dei distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato.

Massima n. 87 del 2024, Consiglio Notarile dei distretti riuniti di Firenze, Prato e Pistoia.

## **GIURISPRUDENZA DI MERITO**

Tribunale di Perugia, 25 febbraio 2008.

Tribunale di Milano, ord. 31 marzo 2008.

Tribunale di Milano, 24 marzo 2011.

Tribunale di Milano, 17 novembre 2017.

## **GIURISPRUDENZA DI LEGITTIMITÀ**

Cassazione Civile 18 febbraio 2018, n. 395.

Cassazione Civile 10 maggio 2023, n. 12498.

Cassazione Civile 25 luglio 2023, n. 22375.

Cassazione Civile 29 gennaio 2024, n. 2629.

