

## Le azioni redimibili

---

Andrea De Costa

*Sommario:* 1. Introduzione. – 2. Funzione economica ed ammissibilità delle azioni redimibili come categoria di azioni. – 3. Disciplina delle azioni redimibili; autonomia dell’istituto rispetto al diritto di recesso convenzionale. – 4. Disciplina delle azioni redimibili: soggetti obbligati all’acquisto. – 5. Disciplina delle azioni redimibili: presupposti della redimibilità. – 6. Disciplina delle azioni redimibili: corrispettivo dell’acquisto e limiti alla sua determinazione.

### 1. Introduzione

---

Nel diritto societario contemporaneo si avverte con sempre maggiore frequenza l’esigenza di trasferire nello statuto sociale, nella misura più ampia possibile, le pattuizioni con cui i soci, al momento della definizione delle modalità dell’investimento, regolano i reciproci rapporti, anche e soprattutto in tema di opportunità di *exit*: si assiste, come è stato notato ad esempio in tema di clausole di covendita, ad «una sorta di fenomeno migratorio delle clausole in commento verso la collocazione statutaria, in funzione sia di una ricerca di maggiore stabilità temporale, sia di una piena opponibilità erga omnes, profilo di non secondaria importanza per il meccanismo di funzionamento della co-vendita»<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>P. DIVIZIA, *Le clausole di tag e drag along*, Milano, 2013, p. 110; con specifico riferimento alle azioni redimibili, R. 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 d’impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, vol. 1, Milano, 2014, il quale rileva la «tendenza, propiziata dalla riforma del diritto societario del 2003, di “socializzare” tipologie di pattuizioni in precedenza confinate nell’area parasociale, con notevoli implicazioni pratiche ed indubbi vantaggi in termini di riduzione dei rischi di inadempimento, maggiore certezza del diritto, sicurezza dei traffici, trasparenza del sistema ed effettiva vincolatività degli impegni assunti dagli operatori connaturale al loro approdo ad una tutela reale e non più meramente risarcitoria». Tale ultima considerazione appare particolarmente rilevante in tema di azioni redimibili, caratterizzate, come meglio si vedrà *infra*

Come pure è stato osservato, infatti, «*le clausole in questione, prodotto dell'elaborazione contrattuale anglosassone, con sempre maggiore intensità nell'ultimo decennio sono dapprima divenute protagoniste dei patti parasociali e degli accordi di investimento di natura societaria, per essere trasfuse, in un secondo momento, direttamente negli statuti sociali, affiancando le tradizionali clausole di intrasferibilità, gradimento e prelazione*»<sup>2</sup>.

In questo quadro, assumono particolare rilievo le pattuizioni consistenti nell'attribuzione di opzioni di vendita (c.d. «*put*») e di acquisto (c.d. «*call*») di partecipazioni, tipicamente previste nell'ambito di patti parasociali o contratti di acquisizione di partecipazioni societarie.

Le opzioni di acquisto, come noto, hanno facilmente trovato collocazione negli statuti sociali mediante ricorso all'istituto del riscatto di cui all'art. 2437-*sexies* c.c., mentre il recepimento da parte dell'autonomia statutaria delle opzioni di vendita ha incontrato, almeno inizialmente, maggiori ostacoli, dal momento che, come è stato correttamente evidenziato, con la disciplina del riscatto «il legislatore ha legittimato soltanto le c.d. clausole «*call*», vale a dire le clausole in cui la manifestazione di volontà a cui è subordinato il trasferimento delle partecipazioni sociali proviene da colui che, secondo la clausola, ha diritto di *acquistare* le partecipazioni. Nulla è previsto per le clausole in cui la manifestazione di volontà proviene da colui che ha diritto di *farsi acquistare* le partecipazioni»<sup>3</sup>.

L'assenza di una espressa previsione normativa e l'esclusione della fattispecie dal perimetro applicativo dell'art. 2437-*sexies* c.c.<sup>4</sup>, tuttavia, non hanno im-

---

al paragrafo 3, sotto il profilo strutturale, da un diritto con corrispondente altrui obbligo di acquistare, di guisa che risulta di particolare rilievo la individuazione, nella relativa clausola statutaria, dei rimedi applicabili in caso di inadempimento dell'obbligo, tenuto conto del fatto che «*limitare le conseguenze della violazione ai soli profili risarcitori annullerebbe qualsiasi differenza tra la clausola statutaria e un ordinario patto parasociale*» (R. ARGENZIO, *La circolazione della partecipazione*, in *Le S.r.l. – Profili sostanziali e dinamiche processuali*, a cura di A. Di Amato, Milano, 2011, p. 218). Occorre infatti tenere in particolare considerazione il fatto che l'efficacia reale delle clausole che attribuiscono un diritto di riscatto o un diritto di co-vendita può facilmente essere assicurata dagli amministratori della società, rispettivamente, mediante riconoscimento dei diritti sociali a favore del socio riscattante che abbia correttamente esercitato il riscatto e mediante disconoscimento dei diritti sociali al terzo acquirente che abbia acquistato in spregio al diritto di co-vendita; di contro, l'efficacia reale della clausola che attribuisca un diritto con corrispondente altrui obbligo di acquistare non trova una tutela naturale in alcuna azione (attiva o omissiva) degli amministratori, il che rende opportuna una idonea disciplina statutaria.

<sup>2</sup>M.G. TRIVIGNO, *Commento* a Cass. civ., sez. I, 19 febbraio 2018, n. 3951, in *Notariato*, 4/2018, p. 418.

<sup>3</sup>R. SANTAGATA, *Il lavoratore azionista*, Milano, 2008, p. 106.

<sup>4</sup>Sebbene non manchino opinioni a favore della possibilità di estendere i confini della fattispecie del riscatto fino a ricomprendervi anche le azioni che riconoscono al relativo titolare

perduto lo sviluppo di riflessioni in merito alla ammissibilità dell'istituto e alla disciplina allo stesso applicabile. Come chiarito dalla prassi applicativa, infatti,

il successivo passaggio, basato sia su un'interpretazione estensiva dell'art. 2437-sexies c.c. stesso sia sull'acquisita "atipicità" delle categorie azionarie, è stato quello di sondare se fosse immaginabile replicare anche nel tessuto societario italiano una categoria di azioni connotata non da un diritto di riscatto da intendersi come opzione di acquisto (call), bensì come opzione di vendita (put), mutuando istituti presenti ed applicati in altri ordinamenti: la differenza è sostanziale, poiché rispetto alla previsione del codice civile circa la possibile costruzione del riscatto come situazione di soggezione ad un altrui volere di acquisto, si tratta di immaginare sempre una prerogativa di riscatto, ma quale situazione di soggezione ad un altrui volere di vendita; in sostanza, da una posizione passiva, che subisce l'acquisto deciso da altri, ad una situazione attiva, che impone l'acquisto ad altri, i quali ultimi versano parallelamente in uno stato di soggezione all'altrui volere tipico del diritto potestativo<sup>5</sup>.

L'interesse per l'istituto si è di recente intensificato<sup>6</sup> – concretizzandosi tra l'altro in due diverse "massime" elaborate dalla classe notarile<sup>7</sup> – e si è intersecato con il rinnovato dibattito sui limiti di ammissibilità della *put option* seguito alla recente giurisprudenza sul punto. Scopo del presente scritto è quello, riconosciuta la meritevolezza degli interessi perseguiti dall'istituto, di ricostruire quindi in chiave sistematica la disciplina applicabile alle "azioni redimibili"<sup>8</sup>.

---

un diritto al riscatto, si ritiene preferibile la tesi della estraneità dei due istituti, ritenendo che «per come l'art. 2437-sexies c.c. è stato formulato, alle azioni riscattabili non siano riconducibili fattispecie in cui l'allocazione delle posizioni giuridiche soggettive sia diversa da quella che emerge dal dato letterale»: così L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Milano, 2013, p. 106.

<sup>5</sup>Così la Massima n. 67 elaborata dall'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato (disponibile sul sito internet [www.consiglionotarilefirenze.it](http://www.consiglionotarilefirenze.it)).

<sup>6</sup>Una analisi accurata e completa dell'istituto e della bibliografia disponibile sull'argomento è stata svolta, in sede di tesi di dottorato, da R. PAGANIN, *Azioni redimibili e finanziamenti delle società per azioni*, Venezia, 2016, reperibile nell'archivio istituzionale ad accesso aperto dell'università e consultato con il consenso dell'autore; successivamente, assume particolare rilevanza la posizione espressa da L. CALVOSA, *Azioni e quote riscattabili: delimitazione dei confini di operatività dell'istituto*, in *Le Società*, 2019, 12, p. 1327, la quale conferma la piena legittimità di «clausole che prevedono un obbligo (di riscatto) – o, riguardato dal lato del riscattato, un diritto all'acquisto da parte del riscattante».

<sup>7</sup>Il riferimento è alla già citata Massima n. 67 elaborata dall'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato ed alla Massima n. 5 elaborata dalla Commissione del Consiglio Notarile di Roma, entrambe pubblicate in *Quaderni DB*, n. 1/2019 – Orientamenti notarili commentati in materia di diritto societario, con note rispettivamente di A. ZORZUT, *Azioni riscattande, prezzo di vendita e patto leonino* e E. COSSU, *Azioni redimibili*.

<sup>8</sup>Sotto il profilo terminologico, va segnalato che la letteratura scientifica fa ricorso anche

## 2. Funzione economica ed ammissibilità delle azioni redimibili come categoria di azioni

---

L'istituto delle azioni redimibili è ampiamente diffuso negli ordinamenti stranieri, in particolare di *common law*<sup>9</sup> e risponde essenzialmente all'esigenza, sempre più avvertita dagli operatori del mercato, di ricorrere a forme atipiche di finanziamento dell'impresa e, segnatamente, ad istituti che garantiscano una programmazione *ex ante* del disinvestimento. In altre parole,

l'esigenza posta dalla prassi e gli interessi sottesi ad una tale costruzione sono noti e rilevanti: poter infatti creare una sicura via d'uscita all'investimento azionario al verificarsi di determinate condizioni, od in base alla semplice volontà del titolare, può permettere di gestire numerose situazioni che richiedono un sostegno finanziario – si pensi alla fase di *start up* di una società, al momento in cui deve avviarsi un'espansione geografica o su nuovi mercati che richiede un particolare impegno, ad una temporanea situazione di crisi finanziaria – a fronte del quale l'investitore, il fondo di *private equity* od anche il *venture capitalist*, soggetti tutti differenti da un semplice finanziatore bancario o detentore di strumenti finanziari, richiedono poteri compatibili unicamente con lo status di socio ed al contempo una tendenziale certezza sui profili temporali ed economici della possibile chiusura dell'operazione<sup>10</sup>.

Tali interessi sono stati ritenuti meritevoli di tutela anche in funzione del recepimento dell'istituto da parte dell'autonomia statutaria, tramite il ricorso alle categorie di azioni di cui all'art. 2438 c.c., da parte sia della dottrina<sup>11</sup>, sia

---

ad altre definizioni dell'istituto, in termini di “azioni riscattande”, “azioni rimborsabili”, azioni di “riscatto a richiesta” o anche “azioni riscattabili in funzione di finanziamento”.

<sup>9</sup>Per un'ampia ricognizione comparatistica si veda L. VITALI, *op. cit.*, p. 100 ss.

<sup>10</sup>Massima n. 67 elaborata dall'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit.; nello stesso senso, R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., il quale in particolare rileva l'esigenza sottesa alle azioni redimibili negli investimenti finalizzati al sostegno di iniziative di *start up* o di *turn around*, che «per risultare appetibili al mercato ... richiedono dunque l'adozione di clausole di garanzia, volte ad assicurare al finanziatore la sicurezza dell'investimento in termini di rientro finale, nonché di clausole di smobilizzo che consentano di soddisfare l'interesse del finanziatore (venture capitalist) a disinvestire a determinate scadenze ed a condizioni prestabilite nell'ottica di ridimensionare quel rischio connaturale all'incertezza sulle performances di nuova intraprese, prodotti e tecnologie ancora privi di adeguata sperimentazione. Donde la nascita e lo sviluppo presso gli operatori di tecniche di finanziamento partecipativo consistenti nella stipulazione di patti parasociali tra soci di controllo della società e finanziatori (istituti di credito o società finanziarie) che prevedono la temporanea cessione a quest'ultimi di un pacchetto azionario verso il corrispettivo di un prezzo, mentre i soci alienanti, dal canto loro, s'impegnano a svolgere un'attività funzionale alla realizzazione di un programma di riorganizzazione e sviluppo della società».

<sup>11</sup>L. VITALI, *op. cit.*, p. 106, dopo aver concluso nel senso della non riconducibilità delle

della prassi notarile. Quest'ultima, in particolare, ha chiarito che

una tale clausola statutaria è valida, ai sensi degli artt. 1322 e 2348, comma 2, c.c., e non viola il divieto del patto leonino sancito dall'art. 2265 c.c., purché realizzi una funzione meritevole di tutela, quale, ad esempio, il sostegno nella fase di start-up, ovvero la ricerca di una soluzione stragiudiziale per la ristrutturazione e il risanamento dell'impresa in crisi<sup>12</sup>

e che

si ritiene di poter dare alle suesposte esigenze una risposta positiva, giudicando legittima la creazione di una categoria azionaria imperniata sul diritto "diverso" avente quale contenuto la possibilità di imporre l'acquisto dei propri titoli azionari ad altri soggetti<sup>13</sup>.

Sulla scia della prassi già formatasi in relazione ad altri diritti potestativi veicolati tramite categorie di azioni (*in primis* con riferimento al diritto di riscatto), è quindi da ritenersi che anche la redimibilità

---

azioni redimibili alla disciplina del riscatto, rileva che *«l'esclusione dai confini della fattispecie, tuttavia, non può condurre a escludere frettolosamente che le azioni redimibili o riscattande possano trovare uno spazio all'interno dell'ordinamento societario e, in particolare, tra le previsioni pattizie da includere nello statuto, soprattutto in ragione dei nuovi (e più ampi) confini della struttura finanziaria della società per azioni, sotto il profilo della possibilità di emettere categorie di azioni. Non vi è dubbio, infatti, che la loro ammissibilità perseguirebbe interessi meritevoli di tutela, dotando alcune tipologie di soci – come quelli “finanziatori” – di uno strumento efficiente dal punto di vista economico (in considerazione della possibilità di smobilizzare l'investimento nel capitale di rischio) e rilevante anche sotto il profilo dell'organizzazione societaria (non essendo la regola del riscatto confinata entro i limiti di accordi tra soci, bensì introdotta nel contratto sociale)»*.

<sup>12</sup>Massima n. 5 elaborata dalla Commissione del Consiglio Notarile di Roma, cit., ove si precisa che *«per assicurare che la clausola sia collegata al perseguimento dei suddetti scopi, è opportuno che lo statuto preveda l'automatica conversione delle azioni “prs” in azioni ordinarie nel caso di alienazione delle stesse da parte del soggetto finanziatore, ovvero il diritto di gradimento in capo agli altri soci in caso di alienazione a soggetti diversi entro un certo termine (con conservazione del diritto)»*. Tale soluzione (pur certamente adottabile in sede di autonomia statutaria) non può tuttavia essere elevata ad elemento di validità della fattispecie, per due ordini di ragioni: sotto il profilo della causa economica, perché l'utilizzo delle azioni come forma (anche) di finanziamento all'impresa ben si può conciliare con una successiva circolazione dei diritti patrimoniali derivanti dall'investimento; sotto il profilo tecnico-giuridico, perché, come si è detto al par. 1, uno degli obiettivi della “migrazione” di simili accordi nello statuto sociale è quella di estenderne la validità anche al di fuori delle parti originarie (i.e. a vantaggio anche di successivi acquirenti delle azioni), obiettivo che risulterebbe completamente frustrato dalla conversione in parola.

<sup>13</sup>Massima n. 67 elaborata dall'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit.

può concretare (anche l'unica) caratteristica idonea alla sussistenza di categoria azionaria: a tale conclusione è possibile legittimamente pervenire accedendo alla tesi ... che interpreta in senso estensivo il concetto di "diritti diversi", quale fondamento della nozione di categoria di azioni, ossia nel senso più generale di qualsiasi situazione giuridica soggettiva (anche di soggezione, così) spettante al possessore delle azioni, in dipendenza di una norma statutaria avente come destinatarie solo una parte e non tutte le azioni emesse dalla medesima società<sup>14</sup>.

### **3. Disciplina delle azioni redimibili; autonomia dell'istituto rispetto al diritto di recesso convenzionale**

---

Chiarita in via generale l'ammissibilità dell'istituto delle azioni redimibili, occorre ora delinearne la disciplina, tenendo presente che, a mente dell'art. 2348 c.c., la società «*nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie*» di azioni: ne deriva che anche la disciplina della redimibilità deve essere conformata in modo da risultare compatibile con i principi inderogabili applicabili al tipo societario.

Prima di dedicarsi ai profili di disciplina, va peraltro ricordato che, secondo una linea interpretativa, la disciplina delle azioni redimibili andrebbe ricondotta *tout court* a quella del recesso<sup>15</sup>; sebbene vi siano evidenti profili di analogia tra i due istituti, la redimibilità non può considerarsi interamente riconducibile al recesso, essenzialmente per due ragioni: in primo luogo, sotto il profilo strutturale, perché la redimibilità (al contrario del recesso) configura un diritto a cui fa da contraltare, necessariamente, un corrispondente altrui obbligo di acquistare (con un meccanismo, quindi, assimilabile a quello delle ipotesi di acquisto obbligatorio di azioni previste dagli artt. 2355-*bis*, 2505-*bis* e 2506-*bis* c.c.); in secondo luogo, in punto di disciplina, perché la redimibilità consente un maggior spazio all'autonomia statutaria, che potrà regolare ogni aspetto della relativa procedura anche in maniera difforme rispetto alla disciplina legale del recesso.

Sotto quest'ultimo profilo, in particolare, è noto che secondo la prassi societaria

---

<sup>14</sup> Così la Massima n. 99 elaborata dalla Commissione Società istituita dal Consiglio Notarile di Milano (disponibile in [www.consiglionotariledimilano.it](http://www.consiglionotariledimilano.it)).

<sup>15</sup> Si veda, *inter alia*, D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, p. 131, secondo il quale «*a ben vedere, non si tratta tanto di una disciplina "alternativa" al recesso: il riscatto a richiesto è proprio un recesso sia pure contraddistinto da un'auto-limitazione originaria del potere di scelta della società circa il modo di liquidare il socio, con vantaggio per quest'ultimo, che può confidare nell'adozione di un certo comportamento, invece di dover attendere una decisione completamente discrezionale*».

la determinazione del valore di liquidazione delle quote o azioni, nelle ipotesi di cause convenzionali di recesso, può essere disciplinata da criteri liberamente stabiliti dall'atto costitutivo o dallo statuto, anche in totale deroga rispetto ai criteri di liquidazione fissati dalla legge per le cause legali di recesso<sup>16</sup>

e, più in generale, che, sempre nelle ipotesi di cause convenzionali di recesso, all'autonomia statutaria è consentito di derogare, per alcuni profili, anche alle modalità di liquidazione di cui all'art. 2437-*quater* c.c.; resta inteso, in ogni caso, che il diritto di recesso (anche convenzionale) dà corso ad una procedura che, in mancanza delle modalità di liquidazione previste dalla legge o dallo statuto, sfocia nella necessaria riduzione del capitale o nello scioglimento della società. Come è stato notato, «*nel caso del recesso ... il legislatore ha optato per una tutela “forte” del diritto al disinvestimento attribuendo priorità all'interesse del socio uscente rispetto alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale e accettando il rischio che, al fine di garantire piena tutela alla prima, si possa arrivare ad un sacrificio, per così dire, estremo della seconda*»<sup>17</sup>; ebbene, è evidente che, di contro, in caso di azioni redimibili, «*appare eccessivo prevedere che, nell'ipotesi in cui la legge non consenta alla società di procedere all'acquisto dei propri titoli, si debba addivenire a conseguenze tanto gravose per la società quali la riduzione di capitale o lo scioglimento, quanto meno nell'ipotesi in cui tali circostanze non rappresentino il frutto di un'esplicita volontà delle parti in tal senso*»<sup>18</sup>.

Così delineata l'autonomia dell'istituto rispetto al diritto di recesso convenzionale, occorre dunque provvedere ad una ricostruzione della disciplina applicabile all'istituto, individuando – anche mediante ricorso, in quanto compatibili, alle discipline degli istituti affini – i limiti imposti all'autonomia statutaria<sup>19</sup>; nei

---

<sup>16</sup> Così la Massima n. 74 elaborata dalla Commissione Società istituita dal Consiglio Notarile di Milano (disponibile sul sito internet [www.consiglionotariledimilano.it](http://www.consiglionotariledimilano.it)).

<sup>17</sup> R. PAGANIN, *op. cit.*, p. 75.

<sup>18</sup> ID., p. 74. Come già segnalato sopra (nota 1), risulta dunque di particolare rilievo la individuazione, nella clausola statutaria, dei rimedi applicabili in caso di inadempimento dell'obbligo: non essendo infatti ipotizzabile un rimedio unicamente risarcitorio, tale individuazione spetta all'autonomia privata, anche eventualmente mediate ricorso appunto all'applicazione analogica della tutela “forte” prevista per il recesso.

<sup>19</sup> Una prima impostazione del tema e l'individuazione dei criteri da adottare per la ricostruzione della disciplina si trova in L. VITALI, *op. cit.*, p. 107: «*sciolto, in senso negativo, il nodo relativo alla possibilità di inquadrare le azioni redimibili entro la fattispecie tipica e, in senso opposto, quello della sua ammissibilità generale, il problema si pone sul piano – anch'esso problematico – della disciplina applicabile. In questo caso, si pone l'alternativa tra l'adesione all'orientamento sopra riportato, per il quale, le regole dell'art. 2437-sexies c.c. – e, in particolare, quelle che governano la determinazione del valore delle azioni – non trovano applicazione, neppure analogica, alle azioni redimibili e quella di individuare,*

seguenti paragrafi ci si soffermerà in particolare sui seguenti principali aspetti di disciplina:

- (i) soggetti obbligati all'acquisto;
- (ii) presupposti della redimibilità;
- (iii) corrispettivo dell'acquisto e limiti alla sua determinazione.

#### **4. Disciplina delle azioni redimibili: soggetti obbligati all'acquisto**

---

Si è visto, nel paragrafo precedente, che profilo qualificante dell'istituto delle azioni redimibili (in grado di distinguerlo dalla fattispecie del recesso) è costituito dalla presenza di un soggetto onerato dell'obbligo di acquisto delle azioni. Il primo elemento di disciplina che si intende considerare è pertanto rappresentato dall'individuazione del soggetto onerato, per il quale possono farsi sostanzialmente tre ipotesi.

La prima – e più diffusa – configurazione delle azioni redimibili individua come onerati gli altri soci, potendo porsi l'obbligo a carico della generalità degli stessi ovvero dei titolari di una specifica categoria di azioni<sup>20</sup>.

Una seconda opzione, certamente ammissibile, consiste nel porre l'obbligo di acquisto a carico della Società<sup>21</sup>. In tal caso,

---

*all'interno del sistema, delle regole che comunque risultino applicabili alle azioni redimibili in luogo di una completa libertà dell'autonomia statutaria nel determinarle. Quest'ultima pare, a dire il vero, la soluzione interpretativa più convincente sia in linea generale in quanto non si può omettere di prendere in considerazioni gli interessi coinvolti dall'imposizione del disinvestimento, soprattutto nel caso in cui esso riguardi la sola società; sia, nel particolare, in quanto non si possono nascondere le evidenti similitudini tra il diritto al riscatto e quello di recesso, sia sotto il profilo funzionale (disinvestimento) sia sotto quello economico (liquidazione del valore delle azioni) sia, infine, del fondamento giuridico (nel senso della possibilità di ritenere che le azioni redimibili non siano altro che una particolare categoria di azioni che attribuisca un diritto convenzionale di recesso ex art. 2437, comma 3, c.c.). Dunque ... potrebbe azzardarsi una soluzione articolata che, contemperando le esigenze dei soci nell'esercizio della propria autonomia statutaria con quelle delle società (ed eventualmente dei terzi), differenzi la soluzione a seconda della modalità con cui la clausola di riscatto atipica venga in concreto formulata, in tale senso, si deve ritenere che l'applicazione analogica (non tanto dell'art. 2437-sexies c.c.), bensì delle norme in tema di recesso – ivi inclusa quella che regola i criteri di valorizzazione delle azioni (art. 2437-ter, c.c.) – si imporrà nel caso in cui le azioni redimibili attribuiscono al socio il diritto di farsi riscattare le azioni da parte della società, laddove, al contrario, dovrà riconoscersi una completa libertà nei la determinazione del valore di riscatto nel caso in cui la vicenda, pur regolata all'interno dello statuto, si esaurisca tra i soli soci».*

<sup>20</sup> Analoghe conclusioni valgono per i titolari di strumenti finanziari partecipativi.

<sup>21</sup> In senso contrario pare esprimersi la Massima n. 5 elaborata dalla Commissione del Consiglio Notarile di Roma, cit., a mente della quale, in caso di azioni redimibili, «la relati-



l'autonomia statutaria incontra un primo, invalicabile, limite legale espresso nella disciplina dell'acquisto di azioni proprie. L'art. 2357 c.c. rappresenta infatti una soglia di equilibrio patrimoniale operante nella disciplina del recesso, fatta salva l'eccezionale deroga prevista dall'art. 2437-*quater*, comma 5, ed in quella delle azioni riscattabili, in virtù del richiamo effettuato dall'art. 2437-*sexies*: se quindi tale norma opera in ipotesi nelle quali la legge offre un diritto di recesso legale al socio, presidiato dalla previsione dell'ultimo comma dell'art. 2437, e quando la disciplina statutaria concede alla società un diritto di acquisto di determinate azioni (appunto quelle riscattabili), non si può ritenere che la fattispecie delle azioni riscattande possa derogarvi<sup>22</sup>.

Ne consegue che, in questo caso, l'obbligo di acquisto (e dunque pure il corrispondente diritto di disinvestimento) opereranno unicamente nei limiti dell'art. 2357 c.c.

Nulla osta, ovviamente, a che le due opzioni sia combinate tra loro, nel senso che l'obbligo dei soci sorga solo qualora la società non adempia all'acquisto (anche per l'applicazione dei citati limiti dell'art. 2357 c.c.), o viceversa.

La scelta per l'una o l'altra configurazione assume particolare rilevanza rispetto alla disciplina applicabile all'introduzione in statuto della clausola di redimibilità, nel senso che

fatte salve le questioni generali comuni all'introduzione in qualsiasi s.p.a. di una nuova categoria di azioni tramite aumento di capitale/conversione di una categoria già in circolazione, si segnala come: (i) nel caso in cui onerate dell'acquisto siano altre categorie di soci non potrà prescindersi dal loro consenso – con soluzione simmetrica alla condivisibile Massima n. 99 della Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, Azioni riscattabili e introduzione della clausola di riscatto –; (ii) nel caso in cui onerata dell'acquisto sia la Società medesima non vi saranno quorum particolari ma sarà da verificare l'eventuale conflitto di interessi nell'ambito della deliberazione che le introduce dei soci "onorati"<sup>23</sup>.

Da ultimo, deve invece essere esclusa la possibilità di porre l'obbligo di acquisto in capo ad un soggetto terzo:

È indubbio, in linea astratta, che lo statuto possa individuare liberamente i soggetti tenuti all'acquisto in caso di esercizio del diritto, ma detta possibilità soffre un limite fisiologico derivante dalla non coercibilità della posizione di terzi, differenti dai soci e dal-

---

*va posizione passiva incombe sui titolari di azioni ordinarie, e non sulla società, al fine di non eludere la normativa in tema di riduzione del capitale (art. 2445 c.c.) ovvero il divieto di distribuzione di utili fittizi (art. 2433 c.c.)»;* come precisato *infra* nel testo, si ritiene che tali rischi di elusione possano essere evitati in sede di autonomia statutaria.

<sup>22</sup> Massima n. 67 elaborata dall'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit.

<sup>23</sup> Massima n. 67 elaborata dall'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit., nota 6.

la società stessa: se infatti la dottrina nell'ambito del potere attivo di riscatto – inteso come prerogativa di acquistare le altrui partecipazioni – ha compreso anch'essi, in tal caso beneficiari di un diritto che potranno liberamente esercitare pur non essendo vincolati da alcuna pattuizione sociale o parasociale formalmente sottoscritta, nella situazione in esame, che configura invece un riscatto passivo – ossia la prerogativa di subire l'altrui decisione ed essere quindi soggetti all'obbligo di acquisto delle altrui partecipazioni – appare arduo costruire una clausola che imponga un vincolo giuridico ad un soggetto che non ha assunto né mai sottoscritto alcun impegno<sup>24</sup>.

La eventuale “deviazione” degli effetti dell'obbligo di acquisto a carico di un terzo non socio, quindi, non potrà dipendere dall'applicazione diretta della clausola statutaria, ma solo dalla combinazione della stessa con gli ordinari strumenti messi a disposizione dell'ordinamento per il coinvolgimento di soggetti terzi<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup>Massima n. 67 elaborata dall'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit.; il principio della non coercibilità della posizione di terzi, differenti dai soci e dalla società stessa, tramite clausola statutaria – principio pacifico in dottrina –, ha trovato ancora di recente conferma nella giurisprudenza di merito in materia di clausole di *change of control*: «sotto il profilo soggettivo ... merita di essere osservato come i soci del socio di una società il cui statuto contenga una clausola di prelazione non possano dirsi parte di quello statuto e, quindi, vincolati da esso. Non si vede, quindi, come la clausola statutaria ... possa in qualche modo assoggettare ad un vincolo un soggetto del tutto estraneo alla compagine sociale. In altre parole, proprio il rilievo organizzativo che deriva dalla oggettivizzazione nello statuto sociale della clausola ... impone di circoscrivere l'ambito di operatività della regola entro il perimetro dei soci non potendosi tale ambito estendere, in via interpretativa, al di fuori di esso, in quanto una tale operazione ermeneutica riporterebbe la regola nel campo di una sorta di patto parasociale (circostanza questa che condurrebbe comunque all'impossibilità di intravedere un effetto reale in caso di violazione ...) che richiederebbe pur sempre l'adesione del terzo (socio della società socia)», così Trib. Roma, sez. spec. mat. impr., sez. III, cit., sentenza 9 maggio 2017 (RG n. 11688/2017) e reperibile sul sito [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it).

<sup>25</sup>Come rileva correttamente R. PAGANIN, *op. cit.*, p. 107, «sembra residuare uno spazio per meccanismi statutari che prevedano un coinvolgimento del terzo in via indiretta ed eventuale. A tal proposito, prendendo spunto dalle soluzioni prospettate dalla dottrina con riferimento all'ipotesi di riscatto obbligatorio di cui all'art. 2355-bis e mutuando il modello legale del contratto per persona da nominare di cui all'art. 1401 c.c., pare legittimo prevedere che il soggetto chiamato al riscatto – sia esso socio, società o portatore di strumenti finanziari partecipativi – abbia la facoltà di nominare un terzo che, previa prestazione del relativo consenso, si sostituisca a lui nell'acquisto dell'azione 314 e versi il corrispettivo dovuto, restando altresì inteso che, in mancanza di tale nomina debitamente accettata dal terzo, gli effetti del riscatto dovranno prodursi in capo al soggetto obbligato in prima istanza. Tale soluzione si presenta quindi come un equilibrato compromesso consentendo, da un lato, il rispetto dei principi inderogabili del nostro ordinamento che impediscono la creazione ab initio di un obbligo di riscatto esosocietario e, dall'altro, assicurando ai soggetti chiamati al riscatto un valido strumento per sciogliersi dal vincolo senza compromettere il diritto al disinvestimento».

## 5. Disciplina delle azioni redimibili: presupposti della redimibilità

Un secondo rilevante elemento di disciplina concerne i presupposti per l'esercizio del diritto.

In generale, deve ritenersi che sia consentito all'autonomia statutaria individuare liberamente i presupposti della redimibilità, includendovi in particolare circostanze soggettive o obiettive, che risultino meritevoli di tutela:

sotto il profilo dei presupposti di esercizio del diritto potestativo si registra un generale consenso sul fatto che l'opzione possa essere ancorata ad eventi vari, che riguardano l'andamento della società (il raggiungimento o mancato raggiungimento di determinati obiettivi prefissati), situazioni riferibili ai suoi soci (entrata od uscita di certi soggetti dalla compagine), circostanze esterne (l'ammissione alla quotazione od il de-listing), sussistendo un'area di dubbio solo in ordine alla sua configurabilità *ad nutum*<sup>26</sup>.

Tale ultimo profilo – la configurabilità, cioè, di un diritto di redimibilità a discrezione del titolare delle azioni, svincolato da specifici presupposti – appare particolarmente delicato, poiché pone criticità analoghe a quelle che parte della dottrina ha riscontrato nelle ipotesi di recesso *ad nutum*.

È noto che, pur a fronte di tali rilievi, la prassi operativa si è da tempo orientata nel senso della ammissibilità del recesso *ad nutum* (già prevista dall'ordinamento per il caso di società con durata indeterminata), anche nei casi di società contratta a tempo determinato:

L'atto costitutivo di s.r.l. e lo statuto di s.p.a. possono legittimamente prevedere il diritto di recesso, oltre che nelle ipotesi previste dalla legge: (i) al verificarsi di (altri) determinati eventi, siano essi rappresentati da deliberazioni di organi sociali, ovvero da atti o fatti diversi, di qualsiasi natura; (ii) al verificarsi di una "giusta causa", non specificamente determinata dall'atto costitutivo o dallo statuto; (iii) al mero volere del socio recedente (c.d. recesso "*ad nutum*"), salva la necessità, in quest'ultimo caso, del preavviso di almeno 180 giorni, previsto dagli artt. 2437, comma 3, c.c., e 2473, comma 2, c.c.<sup>27</sup>,

per l'assorbente ragione che

se ... è sufficiente non stabilire un termine di durata della società perché la legge vi ricolleggi la possibilità di recedere liberamente con preavviso di 180 giorni (non eliminabile né riducibile, ma soltanto elevabile in via statutaria sino ad un anno), ne deriva che nulla si oppone al recesso libero introdotto dai soci pur in presenza di un termine di durata: l'unica condizione (desumibile in via interpretativa anche in assenza di esplicita

<sup>26</sup>Massima n. 67 elaborata dall'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit.

<sup>27</sup>Massima n. 74 elaborata dalla Commissione Società istituita dal Consiglio Notarile di Milano, cit.

previsione statutaria) è che alla libertà assoluta di recesso si accompagni la sua inefficacia prima dell'integrale decorrenza di un periodo di preavviso di almeno 180 giorni.

Tali conclusioni appaiono condivisibili ed applicabili anche alla fattispecie delle azioni redimibili<sup>28</sup>, la cui disciplina statutaria potrà dunque prevedere che l'esercizio del diritto sia soggetto a termini iniziali e/o finali, scadenze fisse o periodi predeterminati, ma anche che lo stesso sia rimesso unicamente alla volontà del socio.

Resta da verificare se, in tal caso, vada confermata la necessità del preavviso di almeno 180 giorni previsto dall'art. 2437, comma 3, c.c.; la risposta va ricercata anzitutto nella *ratio* del preavviso, come individuata dalla dottrina: «*ci pare di potere affermare che il termine ex art. 2437, comma 3°, è stabilito in ragione di un duplice interesse societario: in primo luogo consente alla società di avere un periodo di tempo medio/lungo a disposizione per trovare le risorse mediante cui liquidare il recedente, ed inserire un tale avvenimento, potenzialmente assai gravoso per la società, all'interno di un quadro di strategie aziendali; in secundis fornisce una zavorra contro recessi troppo interessati ad abbandonare la società in cattive acque, e, di conseguenza, sarebbe un deterrente per una categoria di azionisti ispirati da mentalità hit and run*»<sup>29</sup>. Ebbene, è evidente che, nel caso delle azioni redimibili, tale ultimo rischio non viene in considerazione, fondandosi l'istituto proprio sulla meritevolezza in concreto del diritto al disinvestimento; ne consegue che, dovendosi tutelare unicamente l'interesse per così dire "organizzativo" della società, troverà applicazione il preavviso solo laddove onerata dell'obbligo di acquisto sia la società medesima<sup>30</sup>.

## **6. Disciplina delle azioni redimibili: corrispettivo dell'acquisto e limiti alla sua determinazione**

---

Da ultimo, occorre soffermarsi sul tema – giustamente identificato come

---

<sup>28</sup> Per una analitica disamina delle argomentazioni contrarie all'ammissibilità del recesso *ad nutum* e della loro compatibilità con la redimibilità si veda R. PAGANIN, *op. cit.*, p. 94 ss.

<sup>29</sup> A. BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. e impr.*, 2004, p. 1125.

<sup>30</sup> In tal senso anche la Massima n. 67 elaborata dall'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, *cit.*, nota 8, ove indica che «*si pone ..., ove onerata dell'acquisto sia la società stessa, un tema di eventuale preavviso da concedere e su questo riteniamo corretta la soluzione già proposta per il caso simile del recesso ad nutum dalla Massima n. 74 della Commissione Società del Consiglio Notarile di Milano, cit., che applica quello di 180 giorni previsto dagli artt. 2437, comma terzo, e 2473, comma secondo, c.c.*».

«uno dei ... più complessi su cui l'interprete chiamato a ricostruire la disciplina delle azioni redimibili deve pronunciarsi»<sup>31</sup> – della determinazione statutaria del corrispettivo dell'acquisto.

Preliminarmente – pur avendo ben presente che l'autonomia statutaria potrà fare ricorso ai criteri di valorizzazione da utilizzarsi in sede di recesso, in analogia alla scelta operata dal legislatore sia per le azioni riscattabili di cui all'art. 2437-*sexies* c.c. sia per le altre ipotesi di acquisto obbligatorio di azioni previste dagli artt. 2355-*bis*, 2505-*bis* e 2506-*bis* c.c. – vanno condivise le conclusioni elaborate dalla prassi in tema di recesso convenzionale, nel senso quindi che

ai fini della validità delle azioni riscattande non trovano applicazione i limiti previsti per la diversa categoria tipica delle azioni riscattabili (art. 2437-*sexies* c.c.); lo statuto potrà pertanto prevedere criteri di determinazione del prezzo di vendita più penalizzanti e termini di pagamento meno favorevoli rispetto a quelli indicati per la liquidazione della quota del socio receduto, ai sensi degli artt. 2437-*ter* e 2437-*quater* c.c.<sup>32</sup>.

D'altra parte, è del tutto evidente che «buona parte del successo delle azioni redimibili, nonché della loro capacità di attrarre risorse supplementari adempiendo pienamente a quella funzione di finanziamento per le stesse prospettata, risiede [proprio] nella possibilità di discostarsi dai criteri di valorizzazione previsti per il recesso al fine di strutturare l'esercizio del diritto al disinvestimento secondo le esigenze del socio finanziatore»<sup>33</sup>.

Occorre quindi verificare se l'autonomia statutaria incontri specifici limiti nella determinazione del corrispettivo dell'acquisto, in particolare derivanti dall'applicazione del divieto di patto leonino; il recepimento statutario delle opzioni di vendita, infatti, una volta ritenuto ammissibile, «verrebbe a sottrarre gli accordi ... ai rimedi tipici dei contratti di scambio (risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta, riduzione della penale manifestamente eccessiva), assorbiti dal divieto del patto leonino, che tuttora costituirebbe l'unico limite all'autonomia delle parti nel definire la relazione tra conferimento e partecipazione agli utili ed alle perdite e col quale simili clausole statutarie dovrebbero quindi misurarsi»<sup>34</sup>.

Il tema è particolarmente delicato, anche alla luce dell'intenso dibattito sviluppatosi a margine delle recenti posizioni giurisprudenziali in tema di validità

---

<sup>31</sup> R. PAGANIN, *op. cit.*, p. 118.

<sup>32</sup> Massima n. 67 elaborata dall'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti Riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, cit.

<sup>33</sup> R. PAGANIN, *op. cit.*, p. 120; nello stesso senso, si veda L. CALVOSA, *op. cit.*

<sup>34</sup> R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 617.

delle opzioni *put* cc.dd. “a consuntivo”, che ha portato all’affermazione da parte della Corte di Cassazione del principio per cui

è lecito e meritevole di tutela l’accordo negoziale concluso tra i soci di società azionaria, con il quale l’uno, in occasione del finanziamento partecipativo così operato, si obblighi a manlevare l’altro dalle eventuali conseguenze negative del conferimento effettuato in società, mediante l’attribuzione del diritto di vendita (c.d. *put*) entro un termine dato ed il corrispondente obbligo di acquisto della partecipazione sociale a prezzo predeterminato, pari a quello dell’acquisto, pur con l’aggiunta di interessi sull’importo dovuto e del rimborso dei versamenti operati nelle more in favore della società<sup>35</sup>.

Con specifico riferimento alle azioni redimibili, parte della dottrina ha ritenuto di aderire alla tesi più rigorosa, adottata dalla corte di merito (poi disattesa dalla pronuncia testé citata), con queste conclusioni: *«né ritengo possibili clausole statutarie che predeterminano il valore della partecipazione ai fini del recesso, “sostituendosi così ad un ‘criterio’ (di determinazione di un risultato direttamente) un risultato”. Se infatti è incontestabile l’impossibilità di una valutazione prognostica che, “con sicurezza ed a priori”, stabilisca che “una quantificazione in “misura fissa” del valore della partecipazione ai fini del recesso risulterà vantaggiosa o penalizzante per il socio al momento dell’esercizio del diritto”; altrettanto innegabile è però che quel valore, soprattutto se predeterminato in misura coincidente con il prezzo originariamente sborsato dal socio per l’acquisto della partecipazione sociale (“valore nominale”) maggiorato di un interesse in misura fissa e “decurtato dai dividendi annualmente percepiti”, varrebbe in fatto a snaturare il tipico carattere aleatorio dell’investimento azionario, esponendo la “gestione dinamica” della società proprio a quei conflitti che il divieto del patto leonino mira a scongiurare. Il titolare di azioni redimibili così configurate, sicuro di recuperare al momento del disinvestimento una certa somma, sarebbe invero naturalmente portato ad esprimere i suoi voti in assemblea eccedendo nella cautela al fine di scongiurare ogni rischio di perdite: ed una simile condotta potrebbe – specie in una società per azioni che non fa ricorso al mercato del capitale di rischio con un numero ridotto di soci – rivelarsi preclusiva di importanti iniziative di sviluppo dell’attività imprenditoriale che, inevitabilmente, implicano un certo margine di rischio»*<sup>36</sup>.

Adottando questo approccio, è evidente che devono ritenersi «“sospette”

---

<sup>35</sup> Cass., sez. I, 4 luglio 2018, n. 17498, in *Giur. comm.*, 2019, con nota di M.L. PASSADOR, *Hic sunt leones: la liceità dei patti parasociali di finanziamento partecipativo*, cui si rinvia per la ricostruzione della vicenda e l’analisi del dibattito dalla stessa generato.

<sup>36</sup> R. SANTAGATA, *Dai patti di retrocessione*, cit., p. 642.