

LUISS

**LIBERA UNIVERSITA' INTERNAZIONALE DEGLI STUDI
SOCIALI**

A. A. 2013/ 2014

TESI IN DIRITTO PRIVATO COPARATO (PROGREDITO)

**TITOLO Le redeemable shares nel regno unito: un'analisi
comparata.**

**RELATORE : Prof.ssa De Donno Barbara Santa
CANDIDATO: Ludovica Di Meglio**

**CORRELATORE: Prof. Benincasa Domenico MATRICOLA
099123**

INTRODUZIONE

I PROFILI FUNZIONALI DELLE AZIONI RISCATTABILI

- 1.1. La funzione delle azioni riscattabili e l'esclusione del socio.**
- 1.2. La funzione delle azioni riscattabili come mezzo di disinvestimento.**
- 1.3. Il riscatto di azioni in funzione di protezione dei soci di minoranza.**

CAPITOLO PRIMO

LE REDEEMABLE SHARES IN REGNO UNITO.

- 1. Introduzione.**
- 2. L'evoluzione dell'istituto delle azioni riscattabili.**
- 3. L'attuale configurazione delle redeemable shares.**
- 4. La qualificazione delle redeemable shares come categoria di azioni.**
- 5. La procedura di riscatto e la liquidazione delle azioni riscattate.**
 - 5.1. Le condizioni per l'esercizio del riscatto.**
 - 5.2. L'emissione di redeemable shares.**
 - 5.3. La determinazione del valore del riscatto.**
 - 5.4. Il procedimento di liquidazione delle azioni riscattate.**
- 6. Riscatto di azioni attraverso riduzione del capitale sociale.**
- 7. Conseguenze del mancato riscatto delle azioni.**
- 8. Effetti e conseguenze dell'acquisto di azioni.**

9. Adempimenti pubblicitari conseguenti al riscatto.

CAPITOLO SECONDO

LE AZIONI RISCATTABILI NELL'ORDINAMENTO ITALIANO

1. Introduzione.

2. Le azioni riscattabili nel diritto italiano prima della riforma del 2003: la normativa comunitaria e gli interventi di dottrina e giurisprudenza.

3. L'attuale configurazione delle azioni riscattabili.

3.1. Il riscatto.

3.2. Il potere.

4. La qualificazione di azioni riscattabili come una “classe di azioni”.

5. Ambito di applicazione della fattispecie.

5.1. Azioni riscattabili e società quotate.

5.2. Azioni riscattabili e società a responsabilità limitata.

6. La procedura di riscatto e la liquidazione delle azioni riscattate.

6.1. Le condizioni per l'esercizio del riscatto.

6.2. Disciplina per rinvio.

6.3. La determinazione del valore del riscatto.

6.4. Il procedimento di liquidazione delle azioni riscattate.

6.5. Effetti e conseguenze dell'acquisto di azioni proprie a seguito dell'esercizio del riscatto a opera della società.

6.6. L'autorizzazione assembleare preventiva all'esercizio del potere di riscatto.

7. L'emissione di azioni riscattabili durante societate.

CONCLUSIONI

Indice delle opere citate

Indice della giurisprudenza

INTRODUZIONE

Le azioni riscattabili costituiscono una particolare categoria di azioni sulle quali le società o i soci possiedono un diritto di riscatto.

Il fenomeno è nato in Inghilterra ed è oggetto di espressa regolamentazione sin dal *Companies Act* del 1929.

Tale istituto offre interessanti spunti per una analisi comparatistica tra l'ordinamento inglese e quello italiano, in quanto coinvolge numerosi interessi che fanno capo, non solo alla società emittente, ma anche e soprattutto agli azionisti e ai creditori, sollevando rilevanti questioni in tema di operazioni della società sulle proprie azioni e di libertà dell'autonomia statutaria nella creazione di strumenti di *private equity*.

L'obiettivo che si propone il presente studio è di verificare se l'istituto italiano delle azioni riscattabili abbia la stessa portata e consenta di perseguire le stesse finalità giuridico-economiche delle *redeemable shares* inglesi.

Per un corretto inquadramento del problema è necessario prendere in considerazione, da un lato, la riforma italiana delle società di capitali entrata in vigore l'1 gennaio del 2004 che ha introdotto nel nostro ordinamento la possibilità di emettere azioni riscattabili e, dall'altro, la Seconda Direttiva Europea, che disciplina il fenomeno in ambito comunitario.

Quanto al primo profilo, la riforma del diritto societario ha introdotto, infatti, profondi cambiamenti alle regole contenute nel codice civile, introducendo numerose novità che lasciano ampio spazio all'autonomia privata con il preciso intento di sviluppare le risorse di finanziamento delle società e le fonti di capitalizzazione. L'accresciuta autonomia delle società di capitali italiane ha coinvolto diverse aree del diritto societario. Con riferimento ai sistemi di

finanziamento delle società, per quanto qui interessa, tale ampliamento di autonomia si è manifestato lungo due direttrici, entrambe di grande rilevanza, per quanto ben distinte: (i) in primis, quella dell'espressa previsione e disciplina di alcune figure tipiche di azioni speciali, non contemplate nella previgente disciplina e, anzi, da essa nemmeno consentite; (ii) in secondo luogo, quella del riconoscimento dell'atipicità delle categorie speciali di azioni e della conseguente libera manifestazione dell'autonomia negoziale delle parti nel determinare il contenuto e le caratteristiche di ulteriori figure di azioni speciali¹.

La previsione delle azioni riscattabili si inquadra, chiaramente, all'interno della prima direttrice.

Prima della riforma del diritto societario, il legislatore italiano avrebbe potuto orientarsi, per la disciplina dell'istituto delle azioni riscattabili, guardando all'esperienza comunitaria.

Le azioni riscattabili, sin dagli anni Settanta, trovavano, infatti, espressa regolamentazione nella normativa comunitaria, specificamente nell'art.39 della Seconda direttiva in materia di società per azioni (77/91/CEE del 13 dicembre 1976²).

Ciò nonostante, il codice civile italiano, prima della riforma del 2003, dedicava all'istituto il solo fugace cenno contenuto nell'art.2357-bis c.c., laddove si stabiliva la possibilità di non applicare le ordinarie limitazioni, di cui all'art.2357 c.c., al riscatto di azioni attuato *“in esecuzione di una delibera dell'assemblea di riduzione del capitale”*.

¹ In tal senso M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto societario*, Liber amicorum Gianfranco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, Torino, 2007.

² Recepita in Italia dal D.P.R. 10 febbraio 1986 n.30, su cui G.FERRI, *La seconda direttiva comunitaria in materia di società*, in *Riv. Dir. Comm.*1977; G. OPPO, *Il decreto di attuazione della II direttiva CEE in materia di società*, in *Riv. Dir. Comm.* 1986.

In assenza di una disposizione di legge nazionale e in mancanza dell'attuazione dell'art. 39 della Seconda direttiva comunitaria, era dubbia la possibilità di riconoscere all'interno dell'ordinamento italiano «*in termini generali il riscatto di azioni e/o la previsione di azioni riscattabili*». In particolare era controversa la possibilità di consentire all'autonomia statutaria di creare una classe di azioni non caratterizzate dall'attribuzione di un *diritto*, ma connotate dalla *soggezione* al riscatto.

A seguito della riforma delle società di capitali, qualunque dubbio in merito all'ammissibilità dell'istituto del riscatto di azioni è venuto meno.

In base all'attuale disciplina, infatti, la società, nei limiti imposti dalla legge, può oggi “liberamente creare il contenuto delle azioni delle varie categorie”³.

In questo processo di “flessibilizzazione” del diritto societario degli stati europei, la normativa comunitaria ha giocato un ruolo fondamentale.

Emblematica in tal senso è stata l'emissione della direttiva 2006/68, modificativa della direttiva 77/91/CE, relativa alla costituzione delle società per azioni e alla salvaguardia e alle modificazioni del capitale sociale (c.d. «Seconda Direttiva» in materia di società).

La Direttiva 2006/68 accorda la possibilità, agli Stati membri, di introdurre alcune deroghe e semplificazioni alla disciplina dei conferimenti non in contanti e dell'acquisto di azioni proprie. La Direttiva è stata approvata al termine di un lungo iter e di una vivace discussione sull'opportunità di rimuovere, o, quanto meno, attenuare, i vincoli derivanti dal sistema del capitale nominale per «promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese senza ridurre le tutele di cui

³ Art. 2348 comma 2 c.c.

beneficiano gli azionisti e i creditori»⁴. La volontà di semplificare e ammodernare alcune disposizioni della Seconda Direttiva risale alla fine degli anni novanta e alla pubblicazione del c.d. «Rapporto SLIM sulla semplificazione della Prima e della Seconda Direttiva in materia di diritto societario»⁵.

⁴ Così recita il secondo Considerando della Direttiva 2006/68.

⁵ Per quanto riguarda la Seconda Direttiva, il Rapporto SLIM (acronimo di Simpler Legislation for Internal Market), suggeriva, tra l'altro: (i) una semplificazione delle disposizioni relative ai conferimenti, eliminando la necessità del parere degli esperti per il conferimento di titoli per i quali fosse disponibile un valore di mercato o per il conferimento di beni per i quali fosse già disponibile una valutazione indipendente; (ii) l'eliminazione del limite quantitativo del 10 per cento del capitale all'acquisto di azioni proprie e l'allentamento del divieto di assistenza finanziaria; (iii) con riferimento all'aumento di capitale deliberato da società quotate, l'esclusione del diritto di opzione qualora le nuove azioni fossero emesse al prezzo di mercato o ad un prezzo leggermente inferiore; (iv) l'introduzione dell'istituto del c.d. squeeze-out. Tuttavia, come rileva N. ABRIANI, *Il capitale sociale dopo la "nuova" Seconda Direttiva e il d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d.*

"semplificazione" della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria, rispetto a tali proposte il testo definitivo della Direttiva 2006/68 riveste una portata più circoscritta. Sono infatti solo quattro le misure adottate. In primo luogo, si prevede la possibilità, rimessa alla determinazione degli Stati membri, di derogare alla disciplina dei conferimenti in natura: (i) qualora il bene oggetto del conferimento sia costituito da valori mobiliari o da strumenti del mercato monetario, i quali siano valutati al prezzo medio ponderato di negoziazione, calcolato su un periodo da definirsi ad opera degli Stati membri; (ii) qualora il bene oggetto del conferimento sia costituito da attività, diverse da quelle indicate al punto precedente, il cui valore equo: (a) sia già stato valutato da «un esperto indipendente abilitato» (anziché, come da regola generale, designato o autorizzato da un'autorità amministrativa o giudiziaria) non prima dei sei mesi precedenti l'effettivo conferimento, oppure (b) sia stato definito in documenti contabili obbligatori riferiti all'esercizio precedente e sottoposti a revisione. In ogni caso è richiesta una dichiarazione, oggetto di pubblicità, contenente alcune informazioni relative al conferimento e la dichiarazione che non sono occorsi fatti nuovi rilevanti che possano modificare il valore delle attività alla data del conferimento.

Si contempla inoltre una riscrittura della disciplina dell'acquisto di azioni proprie, diretta ad ampliare tanto la durata dell'autorizzazione assembleare (dagli originari diciotto mesi sino ad un massimo di cinque anni), quanto il limite relativo all'ammontare delle azioni acquistabili dall'emittente, suscettibile di essere introdotto solo su espressa volontà degli Stati membri, ed in ogni caso non inferiore al dieci per cento del capitale sociale. Quanto alla disciplina dell'assistenza finanziaria, viene attribuita agli Stati membri la facoltà di consentire alle società l'anticipazione di fondi nonché la concessione di prestiti o di garanzie per le acquisizioni di azioni di propria emissione da parte di terzi, a condizione che: (i) siano rispettate condizioni di mercato eque, con particolare riferimento al tasso di interesse, e che sia stato valutato il merito di credito del beneficiario; (ii) l'operazione sia autorizzata dall'assemblea, alla quale sia stata preventivamente presentata una relazione dell'organo amministrativo che ne illustri le ragioni, i rischi, le condizioni e l'interesse per la società; (iii) l'importo complessivo dell'assistenza finanziaria concessa a terzi sia limitata agli utili distribuibili e alle riserve disponibili. Con riferimento infine alla riduzione del capitale sociale, si prevede che gli Stati membri dettino una disciplina di attuazione dell'articolo 32, paragrafo 1, che permetta ai creditori di rivolgersi all'autorità amministrativa o giudiziaria per ottenere adeguate tutele a condizione che possano dimostrare che la riduzione del capitale pregiudica i loro diritti e che la società non ha fornito loro adeguate garanzie.

Sull'evoluzione della disciplina europea sul capitale sociale interessanti sono anche le notazioni di M. STELLA RICHTER jr, *Novità in tema di acquisto delle proprie azioni*, in *Riv. Soc.*, 2009.

Per quanto riguarda specificamente l'istituto delle azioni riscattabili, esso trova espressa regolamentazione, all'interno ordinamento comunitario, all'art. 39 della direttiva 77/91/CE. Tale norma riconosce pacificamente, agli Stati membri dell'Unione, la facoltà di emettere azioni riscattabili, subordinatamente al rispetto di alcune condizioni.

Ai sensi di tale norma, infatti, qualora un diritto societario nazionale consenta l'emissione di azioni proprie, tale operazione deve essere subordinata almeno al rispetto delle condizioni seguenti: (i) che il riscatto sia autorizzato dallo statuto o l'atto costitutivo prima della sottoscrizione delle azioni; (ii) che le azioni siano interamente liberate; (iii) che lo statuto o l'atto costitutivo fissino le condizioni e le modalità del riscatto; (iv) che il prezzo del riscatto sia pagato esclusivamente con le somme liberamente distribuibili o derivanti dalla sottoscrizione di nuove azioni, non necessariamente riscattabili, emesse a servizio del riscatto; (v) che sia costituita una riserva indisponibile per un importo pari al valore nominale delle azioni riscattate (salvo il caso in cui il corrispettivo del riscatto sia pagato con somme raccolte in seguito all'emissione di azioni a servizio del riscatto stesso); (vi) che al riscatto sia data pubblicità secondo le modalità previste dalla legislazione di ciascuno Stato membro, in conformità dell' art. 3 della Direttiva 68/151/CEE.

Tutto ciò significava, nella prospettiva dell'armonizzazione comunitaria, due cose: da un lato che non è necessario che i singoli Stati membri consentano l'emissione di azioni riscattabili (e infatti l'art. 39 della direttiva 77/91/CEE esordisce con un significativo "qualora la legislazione di uno Stato membro permetta..."), dall'altro lato che, nella eventualità che l'operazione sia stata consentita, ai menzionati requisiti e limiti possano aggiungersene di ulteriori o di più rigorosi (ed infatti il

citato art. 39 sottopone l'emissione delle azioni riscattabili "almeno" a quelle condizioni).

L'approvazione della direttiva 2006/68/CEE, non ha modificato l'impianto originario dell'articolo. Invero, nella fase prodromica alla formazione di tale atto, il meccanismo del riscatto di azioni era stato preso espressamente in considerazione, soprattutto con riguardo alla sua configurazione in termini di riscatto obbligatorio, ossia di diritto a vedere riscattate le proprie partecipazioni, quale strumento di tutela delle minoranze. Tale proposta consentiva di rendere lo strumento delle azioni riscattabili ancora più flessibile e adattabile alle esigenze della società emittente e degli azionisti. L'approvazione di tale configurazione dell'istituto avrebbe comportato un vero e proprio diritto al disinvestimento che avrebbe completato le previsioni di cui all'art. 39⁶.

2.I PROFILI FUNZIONALI DELLE AZIONI

RISCATTABILI

Nella disamina dei profili funzionali delle azioni riscattabili è necessario, preliminarmente, individuare gli elementi morfologici della figura.

Il riscatto azionario si atteggia come fattispecie polimorfica essendo diverse le variabili strutturali che può assumere.

Nell'accezione classica, per azioni riscattabili si intendono le azioni per le quali è previsto un potere di riscatto da parte della società o dei soci. In questo caso, la società, o il socio, ha il potere di pretendere dall'azionista possessore delle azioni

⁶ Sul punto la Relazione alla proposta modificativa della Seconda direttiva, n. COM (2004) 0730 – C6-0169/2004-2004/0256 (COD)).

riscattabili la cessione in proprio favore di tali azioni⁷. Da un punto di vista funzionale il potere di riscatto è assimilabile a un'opzione di acquisto (*call option*). Il socio possessore delle azioni riscattabili è, quindi, titolare di una situazione di mera soggezione, (*pati*), mentre la società, o il socio, sono, separatamente, titolari di un diritto potestativo.

E' possibile un'ulteriore configurazione delle azioni riscattabili, speculare alla precedente, in cui è il possessore delle azioni che ha il potere di pretendere che la società, o un altro socio, acquisti le azioni di cui è titolare. Da un punto di vista funzionale, tale tipo di riscatto è assimilabile a un'opzione di vendita (*put option*). Il possessore delle azioni riscattabili è, quindi, titolare di un diritto potestativo a far acquisire, in virtù di una sua dichiarazione unilaterale, le proprie azioni dal soggetto designato, il quale si trova in una posizione di *patie* sul quale grava, quindi, un obbligo di riscatto⁸.

⁷ E' questa l'attuale configurazione delle azioni riscattabili nell'ordinamento italiano a norma dell'art.2437-sexies c.c. Sul punto L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, (nt. 1), p. 150 s.; dopo la riforma, in senso conforme, DE MARTINIS (nt. 22), 388 s.; BARTALENA, *Le prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, 1***, Torino, 2004, 935; OPPO, *Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata*, in *Riv. dir. civ.*, II, 2004, 61 s.; NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa e Portale, 1, Torino, 2006, 595; DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Società*, 2008, 417; N. CIOCCA, *Art. 2437-sexies c.c.*, in G. Marasà, N. Ciocca, *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento degli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, Padova, 2011., p.35.

Nell'ordinamento inglese fu questa la prima configurazione delle redeemable shares tracciata dal Companies Act del 1929 C.M. Schmitthoff – Palmer's company law, p.12 ss.; P. L. Davies, *Gower's Principles of Modern company law*, p.251; L. C. B. Gower, *Principles of modern company law*

⁸ Si tratta di una figura sulla cui generale ammissibilità statutaria nell'ordinamento italiano non v'era unità di vedute in dottrina prima della riforma. Dopo la novella legislativa del 2003 essa non pare, almeno in linea generale, contrastare con principi inderogabili in materia di s.p.a. In tal senso vedi, già prima della riforma, L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, (nt. 1), p. 228; L. STANGHELLINI, *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, (nt. 34), p. 81; dopo la riforma del 2003, SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008, p. 146; C. DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2347-sexies c.c.*, in *Le società*, 2008, (nt. 33), p. 421; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, a cura di Abriani-Ambrosini-Cagnasso-Montalenti, in *Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino*, vol. IV,

Alla varia morfologia del riscatto azionario corrisponde un altrettanto variegata gamma di declinazioni funzionali dell'istituto.

La possibilità di assolvere funzioni diverse e di soddisfare esigenze eterogenee all'interno delle dinamiche societarie ha spinto alcuni autori a studiare il fenomeno del riscatto di azioni dal punto di vista della sua efficienza economica.

L'analisi della struttura economica del riscatto è ascrivibile principalmente alla letteratura americana⁹. Anche la dottrina italiana ha, tuttavia, fornito un ampio contributo per la definizione dell'oggetto in questione¹⁰.

Padova, 2010; incidentalmente, CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massima n. 99*, in *Massime notarili in materia societaria, elaborate dalla Commissione per i principi uniformi in tema di società*, IV ed., Milano, 2009, in cui si legge che «La fattispecie cui l'articolo 2437 sexies si riferisce è quella del riscatto per esercizio del relativo diritto *potestativo da parte della società (o dei soci diversi dal socio "riscattato")*; non viene quindi in considerazione la diversa situazione – pure considerata dalla dottrina – in cui il diritto di essere riscattato è riconosciuto al socio, situazione probabilmente più prossima al tema del recesso».

Tale configurazione è invece tipica delle redeemable shares inglesi. A norma della section 684 del Companies Act del 2006, infatti, le companies inglesi possono emettere azioni riscattabili «... at the option of the company or the shareholder». Da questa disposizione di evince chiaramente che anche l'azionista può legittimamente essere titolare del diritto di far riscattare le proprie azioni dalla società.

⁹ Ampia è la bibliografia straniera sul tema: v. P.A. GOMPERS, *What Drives Venture Capital Fundraising*, in *Brookings papers on Economic Activity. Microeconomics*, Vol. 1998 (1998), pp. 149-204.; ID., *Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital*, in *The Journal of Finance*, 50, n. 5 (Dec. 1995), p. 1461-1489; P. GOMPERS - J. LERNER, *The Venture Capital Revolution*, in *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 2. (Spring, 2001), pp. 145-168; R.J.GILSON, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in 55 *Stan. L. Rev.*, 2002-2003, p. 1067 e ss.; IID., *The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*, in *Journal of Law and Economics*, Vol. 39, No. 2. (Oct., 1996), pp. 463-498; D.V. NEHER, *Staged Financing: An Agency Perspective*, in *The Review of Economic Studies*, Vol. 66, No. 2. (Apr., 1999), pp. 255-274; T. HELLMANN, *The Allocation of Control Rights in Venture Capital Contracts*, in *The RAND Journal of Economics*, Vol. 29, No. 1. (Spring, 1998), pp. 57-76; cfr. anche la NOTE, *Joint Venture Corporations: Drafting the Corporate Papers*, in *Harvard Law Review*, Vol. 78, No. 2. (Dec., 1964), pp. 393-425; D.M. CABLE - S. SHANE, *Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships*, in *The Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 1. (Jan., 1997), pp. 142-17; J.A. MC CAHERY - E.P.M. VERMEULEN, *Corporate Governance and Innovation (Venture Capital, Joint Ventures, and Family Businesses)*, ECGI - Working Paper n. 65/2006, p. 47, consultabile sul sito www.ecgi.org.

¹⁰ Per una introduzione al tema dell'efficienza delle norme giuridiche v., F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano 2002; L. A. FRANZONI, *Introduzione all'economica del diritto*, Bologna, 2003; cfr. anche D. D. FRIEDMAN, *What economics has to do with law and how it matters*, Princeton, 2002; (trad. it.) *Perché l'analisi economica può servire al diritto*, Bologna, 2004, passim e spec. p. 33, ove si rileva che «Le norme giuridiche debbono essere valutate in base agli incentivi che stabiliscono ed alle modifiche che, in risposta a quegli incentivi, inducono nel comportamento dei soggetti da esse direttamente o indirettamente contemplati» Con specifico riferimento allo studio della efficienza delle soluzioni adottate nell'ordinamento interno rispetto alle operazioni di venture capital, v. B. SZEGO, *Il venture*

Lo studio dell'efficienza economica delle azioni riscattabili è stato per lo più sviluppato con riferimento alla funzione del riscatto di azioni sia come strumento di esclusione del socio; sia nel contesto di iniziative di investimento in capitale di rischio; sia, infine, come meccanismo di tutela delle minoranze e, in particolare, come strumento per evitare che queste ultime restino "prigioniere" della propria partecipazione¹¹.

Procediamo per gradi, analizzando singolarmente le principali funzioni che sono perseguibili tramite l'emissione di azioni riscattabili.

2.1.La funzione delle azioni riscattabili e l'esclusione del socio.

E' opportuno analizzare le funzioni perseguibili con le azioni riscattabili nella loro accezione classica, configurate, quindi, come azioni che attribuiscono il potere di riscatto alla società o ai soci.

In questa accezione, le azioni riscattabili assolvono alla funzione primaria di preservare il controllo corporativo dell'ente emittente. Esse costituiscono in tal senso un importante strumento di «*chiusura della compagine sociale*»¹². La previsione statutaria di meccanismi di riscatto azionario, infatti, può assumere la

capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano, in Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, 55, giugno 2002, p. 9 e ss.; ID., Finanziare l'innovazione: il venture capital dopo la riforma del diritto societario, in Riv. Dir. Comm., 2005, p. 821 e ss.; e, con specifico riferimento all'istituto del recesso come strumento di disinvestimento alla vigilia della riforma del diritto societario, cfr. S. CAPPIELLO, *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalla società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia, luglio 2001, pp. 19-22; pubblicato anche in Riv. dir. comm., 2001, I, p. 243.

¹¹ Sono d'altro canto queste le funzioni che possono assolvere rispettivamente le azioni riscattabili emesse ai sensi dell'art. 2437-sexies, c.c.; e le *redeemable shares* emesse a norma del *Companies Act* del 2006.

¹² In tal senso, L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995; C. ANGELICI, *Della società per azioni. Azioni (2346-2356)*, in *Il Codice Civile. Commentario*, a cura di P. Schlesinger, Milano, 1992; L.M. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013; E. FERRAN, *Company law and corporate finance*, Oxford, 1999.

funzione di regolare peculiari rapporti tra società e soci, così garantendo la stabilità della prima una volta che tali rapporti di natura extra-sociale siano terminati. In tal senso, emerge una parentela funzionale tra questa più comune forma di utilizzo del meccanismo del potere di riscatto e il fenomeno dell'esclusione del socio.

Tale finalità si esplicita quando il riscatto, generalmente collegato a clausole di gradimento vincolato, è collegato alla mancata sussistenza, in capo al socio, di particolari requisiti soggettivi fissati dallo statuto¹³, ovvero alla sua morte¹⁴.

In casi particolari, tale finalità di chiusura si lega alla volontà di evitare prese di controllo indirette della società: ciò, specificamente, nel caso in cui il potere di riscatto sia azionabile allorquando si verifichi un mutamento del gruppo di comando delle società-socie¹⁵.

Ugualmente diffuso è l'utilizzo del meccanismo del riscatto azionario in caso di azioni attribuite ai dipendenti o agli amministratori. Infatti, è comune il ricorso all'emissione delle azioni riscattabili al fine di coinvolgere attivamente i lavoratori nella vita societaria. In tal senso, la società può procedere all'emissione di azioni

¹³ Si pensi ad esempio all'appartenenza a un medesimo gruppo familiare o l'iscrizione a un certo albo professionale, ipotesi particolarmente diffuse nell'ambito di s.p.a. ad assetto familiare o nelle società di diritto speciale ancorate a specifiche qualità professionali dei soci (quali le società di revisione, oggi disciplinate dal d.lgs. n. 39/2010). In tal caso, mentre la clausola di gradimento preclude l'ingresso di nuovi soci che non abbiano i requisiti prefissati, la clausola di riscatto può determinare l'uscita dei soci che perdano tali requisiti. In tal senso L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, (nota 1) p. 223.

¹⁴ Sulla questione della legittimità della clausola di riscatto a favore dei soci superstiti delle azioni acquistate *iure successionis* dall'erede del socio defunto è interessante la sentenza della Cass., 16 aprile 1994, n. 3609, in Banca, borsa, tit. cred., II, 1996, 164 ss, con nota di L. CALVOSA, *Clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti e divieto dei patti successori*, in *BBTC*, 1996 e in *Giur. comm.*, II, 1996, con nota di NERI, la quale, a seguito di due pronunce di segno opposto dei giudici di merito, ha escluso una violazione dei patti successori, rilevando che l'assunzione dell'opzione di acquisto avviene *inter vivos* e la morte è solo il presupposto dell'esercizio del riscatto e non già la sua causa.

¹⁵ L. CALVOSA (nt. 1), 240, la quale ricorda un noto caso giudiziario francese (App. Rouen 8 febbraio 1974, in *Rev. Soc.*, 1974, 507 ss., con nota di RODIÈRE, per un commento del quale, in Italia, si consulti CASTELLANO, *Clausole di sgradimento*, in *Riv. soc.*, 1974, p. 832 ss.), in cui la Corte aveva sancito la legittimità di una clausola che prevedeva la possibilità di riscattare le partecipazioni delle società-socie, nel caso in cui si verificasse una presa di controllo delle stesse da parte di soggetti (nella specie, una società concorrente) non aventi i requisiti necessari per ottenere il gradimento.

che vengono offerte ai dipendenti e che saranno soggette al riscatto da parte della società nel momento in cui cessa il rapporto di lavoro subordinato con essa.

La funzione di chiusura della struttura societaria delle azioni riscattabili emerge in maniera particolare nell'ambito delle operazioni di *venture capital*. Con il termine *venture capital* si suole indicare il capitale di rischio fornito da investitori professionali a supporto di imprese di recente formazione, nelle fasi iniziali del proprio sviluppo, esprimenti elevate potenzialità di reddito ma elevato fabbisogno finanziario¹⁶. L'ingresso di un fondo di investimento nel capitale sociale provoca, all'interno della struttura societaria, un'allocazione del controllo sproporzionata rispetto all'entità del conferimento: all'investitore vengono cioè generalmente riconosciuti poteri molto maggiori rispetto a quanti gli spetterebbero se si applicasse un criterio rigidamente proporzionale al suo impegno finanziario nella società. Tramite l'emissione delle azioni riscattabili il socio imprenditore ha la possibilità di acquistare, a una certa data o al raggiungimento di determinati parametri finanziari o di significative soglie di fatturato, le azioni detenute dal socio finanziatore (*venture capitalist*), recuperando così il pieno comando della società una volta avviata l'impresa.

L'attribuzione del potere di riscatto in capo alla società si rende, inoltre, funzionale a regolare la dialettica tra maggioranza e minoranza azionaria.

In tal senso, si potrebbe strutturare il riscatto come meccanismo che attribuisca al socio di maggioranza il potere di riscattare, al ricorrere di determinate circostanze¹⁷, le altre azioni in circolazione. In sede di redazione dell'atto costitutivo o con

¹⁶ Definizione data da Ronald J. Gilson, *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?*, *Journal of Applied Corporate Finance* 36-48 (Winter 1999), reperibile su www.ssnr.com.

¹⁷ Il presupposto per l'esercizio di tale potere consisterebbe nell'acquisto di una preponderante quantità di azioni sociali che potrebbe essere indicata approssimativamente in misura superiore al 95% del capitale sociale. In tal senso V. SALAFIA, *Squeeze out statutario*, in *Società*, 2007, 1450 ss

deliberazione assembleare, infatti, potrebbe essere legittimamente creata la categoria di azioni riscattabili da alcuni soci, determinandola con riferimento alla frazione di capitale che, nel loro insieme, esse rappresentano e indicando le condizioni soggettive del socio riscattante¹⁸.

Il potere di riscatto in tal modo congegnato configurerebbe una forma statutaria di *squeeze out* della minoranza.

Una tale esclusione sopravvenuta dei soci viene considerata da alcuni autori come un effetto tipico di operazioni di trasferimento del controllo¹⁹.

L'esclusione del socio tramite il riscatto forzoso delle azioni permette di realizzare economie di gestione e di neutralizzare l'eventuale utilizzo "ricattatorio" da parte dei soci di minoranza dei diritti loro riconosciuti dalla legge, a beneficio del regolare svolgimento dell'attività sociale.

2.2.La funzione delle azioni riscattabili come mezzo di disinvestimento.

I possibili obiettivi perseguibili tramite l'emissione delle azioni riscattabili si ampliano notevolmente se si prende in considerazione il riscatto quale diritto potestativo del socio detentore delle azioni. Infatti, prevedendo in capo al titolare il diritto di ottenere l'acquisto delle proprie azioni, il riscatto assume la funzione di strumento atto a favorire le opportunità di disinvestimento del socio²⁰. In tale

¹⁸ In tal senso si configurerebbe un meccanismo analogo a quello previsto nell'ordinamento italiano dall'art. 111 TUF

¹⁹ In tal senso F.H. EASTERBROOK - D. R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (MA), 1991; V. SALAFIA, *Squeeze out statutario*, in *Società*, 2007, 1450 ss;

²⁰ Una tale configurazione dell'istituto delle azioni riscattabili è propria degli ordinamenti anglosassoni. Per quanto riguarda l'ordinamento inglese si consiglia di la lettura di E.V. FERRAN, *Company Law and Corporate finance*, Oxford, 1999.

variante il riscatto azionario si presenta quale fattispecie avvicinata al diritto di recesso²¹.

Il tema del riscatto come mezzo di disinvestimento è stato trattato, in particolare, con riferimento alle iniziative imprenditoriali che vedono la partecipazione di fondi di *private equity* o che richiedono, per l'avvio dell'attività, il coinvolgimento di un *venture capitalist*²². Per "venture capital" si intende il capitale di rischio fornito da investitori professionali ("*venture capital funds*") a supporto di imprese di recente formazione, nelle fasi iniziali del proprio sviluppo, esprimenti elevate potenzialità di reddito ma elevato fabbisogno finanziario.

La prerogativa di poter ritirare il capitale investito nella società al fine di reinvestirlo in nuove occasioni redditizie che si presentano sul mercato, è di fondamentale importanza per il *venture capitalist*, tanto che possiamo dire che non possono esistere sistemi di *venture capital* negli ordinamenti che non prevedono un agevole diritto di *exit*.

In particolare, i sistemi di disinvestimento negoziabili tra socio imprenditore e socio investitore rappresentano per quest'ultimo un significativo incentivo a canalizzare le risorse finanziarie sull'impresa. Infatti, una società le cui azioni non sono attivamente scambiate sul mercato hanno un'attrattiva piuttosto scarsa per un

²¹ Per l'ordinamento italiano prima della riforma del diritto societario si vedano sul punto le osservazioni di GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000; PRESTI; CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1983; dopo la riforma GALLETTI, *Art. 2437-sexies*, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005; DI BITONTO, L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c., in *Le società*, 2008; STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009; CIOCCA, *Art. 2437-sexies c.c.*, in G. Marasà, N. Ciocca, *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento degli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, Padova, 2011. Nel diritto anglosassone *Redemption at the Option of the Shareholders in the Close Corporation*, 992 s.

²² Tale definizione di *venture capital* è fornita da R. GILSON, *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?*, in *Journal of Applied Corporate Finance* 36-48 (Winter 1999), consultabile sul sito www.ssnr.com

investitore che teme il rischio di restare “intrappolato” in modo permanente nella partecipazione acquistate. Dal canto loro, gli azionisti della società, i quali sono i soggetti maggiormente interessati ad acquistare le azioni di un investitore che vuole uscire dalla società, e, per tale motivo potrebbero essere titolari di un diritto di prelazione sulle azioni in virtù dello statuto, a causa della loro situazione personale potrebbero non essere interessati o non essere in grado di acquistare le azioni di coloro che ne fanno richiesta.

E' possibile ridurre notevolmente il rischio per l'investitore di restare vincolato alla propria partecipazione sociale consentendo alla società di agire come un compratore alternativo rispetto agli altri azionisti. Da questo punto di vista, le azioni riscattabili offrono il massimo confort per un investitore esterno²³.

La configurazione delle azioni riscattabili come portatrici di un diritto al disinvestimento permette, inoltre, una rapida, e quindi poco costosa, risoluzione di situazioni conflittuali che vengono a crearsi tra il *ventures capitalist* e il socio imprenditore²⁴.

²³Sulla funzione di disinvestimento (e quindi di incentivo all'investimento) nelle società chiuse inglesi delle *redeemable shares*, E. V. FERRAN, *Company law and corporate finance*, Oxford 1999, la quale rileva come «*A company whose shares are not actively traded is a less attractive investment prospect to external investors because of the risk of being permanently locked into that investment. Whilst the other existing shareholders are the persons who are most likely to be interested in acquiring the shares of an investor who wants to leave the company, and indeed they may have pre-emption rights in respect of the shares under the company's articles, their personal circumstances may be such that they are unwilling or unable to commit more of their own resources to an investment in the company. The risk of being locked into an investment in shares that are not actively traded is lessened if the company is able to act as an alternative purchaser and, by being able to offer this possibility, smaller companies may find it easier to raise share capital from external sources than would otherwise be the case. Redeemable shares offer the most comfort to external investors who are concerned about becoming locked into their investment; although investors are not absolutely guaranteed the return of their capital, since this will depend on the company having available funds at the time of redemption, by holding redeemable shares they are, broadly speaking, assured of an exit from the company provided it remains prosperous*».

²⁴ Si veda lo studio di D. GORDON SMITH, *The exit structure of venture capital*, in 53 *UCLA Law Rev.*, 315, (2005), consultabile sul sito www.ssnr.com, per cui (a p. 16) viene rilevato che «*Potential conflicts between the entrepreneur and venture capitalist created by the fact that the two parties benefit in different ways from the relationship, motivate the study of exit structure. The choice among exit options may have important distributional consequences*» in considerazione del fatto

La situazione conflittuale in cui versano socio investitore e socio imprenditore è riconducibile, principalmente, al fatto che le due parti perseguono interessi non pienamente coincidenti. Infatti, innanzitutto, mentre il socio investitore aspira ad ottenere un ritorno finanziario al proprio investimento nel breve-medio periodo, l'imprenditore cerca di conseguire anche interessi di natura privata, mal conciliabili con quelli dell'investitore. In secondo luogo, detenendo l'imprenditore, generalmente, una partecipazione di maggioranza, può influenzare il ritorno economico dell'investimento tramite comportamenti e strategie gestionali non condivisi con il socio finanziatore²⁵.

L'analisi economica ha suggerito il ricorso a diversi strumenti per ricomporre il conflitto di interessi tra le parti coinvolte. I principali consistono nell'ingresso del socio investitore negli organi di gestione della società, subordinatamente alla previsione di «*restrictive covenants*» e la previsione di vie di uscita per l'investitore al termine dell'iniziativa di investimento.

I sistemi di rappresentanza nel consiglio di amministrazione della società e i *restrictive covenants* hanno l'effetto di vincolare l'imprenditore a non adottare deliberazioni ed intraprendere iniziative strategiche senza il consenso del socio

che «...*the methods of exit are accompanied by different sets of cash flows*». Ed infatti «*Venture capitalists may receive different cash flows, depending on the terms of the contracts. Redemptions and liquidations usually entitle the venture capitalist to receive the original issue price of the preferred stock, either as a "redemption price" or "liquidation preference". Liquidations, which typically include acquisitions of the portfolio company, often entitle the venture capitalist to a share of any proceeds remaining after the payment of the liquidation preference in proportion to the venture capitalist's ownership of the company on an "as-if converted" basis (this is "participating preferred"). Finally, in some acquisition and all IPOs, the venture capitalist's preferred stock will be converted into common stock, thereby entitling the venture capitalisti to share in the success of the company to the same extent as the founders.*»

²⁵ In tal senso P AGHION - P. BOLTON - J. TIROLE, *Exit Options in Corporate Finance: Liquidity versus Incentives*, in *Rev. Fin.*, 2004, 8, p. 327 per i quali l'investimento si articolerebbe in tre fasi: «*start up stage*», durante la quale vengono negoziati i contratti tra le parti; «*trading stage*», in cui gli investitori istituzionali devono decidere se uscire dalla società vendendo le proprie azioni a nuovi investitori; «*payback stage*», caratterizzata dall'incertezza sulla liquidazione finale dell'investimento.

investitore²⁶. In tal modo vengono minimizzati i conflitti nascenti tra l'imprenditore e l'investitore causati da asimmetrie informative.

Tuttavia, il meccanismo più efficiente nella risoluzione delle situazioni di conflitto tra tali due soggetti è quello consistente nella negoziazione di vie di uscita dalla società che sono funzionali a ripristinare la situazione antecedente l'ingresso del socio investitore nella compagine sociale.

Tendenzialmente, un *venture capitalist* pianifica il disinvestimento già prima di investire in una società. La capacità di controllare il disinvestimento è, quindi, cruciale per il *venture capitalist*, in quanto gli consente di riallocare i fondi e le risorse non finanziarie che li accompagnano in nuove opportunità di affari nascenti sul mercato. Inoltre, la credibile minaccia di disinvestimento da parte del *venture capitalist* può essere funzionale a minimizzare la tentazione di perseguire interessi personalistici da parte dell'imprenditore, il quale gestisce il capitale conferito dal *venture capitalist*.

Generalmente, all'investitore si offrono diversi meccanismi da poter utilizzare per ritirare il proprio investimento. La scelta tra le diverse opzioni di uscita può avere importanti conseguenze tra l'imprenditore e il *venture capitalist*.

Ai fini di questo lavoro, particolare considerazione va data al diritto di riscatto di azioni utilizzato come strumento di exit.

La previsione contrattuale di un diritto di riscatto in capo all'investitore persegue un duplice obiettivo: da una lato, lo scopo di queste previsioni sembra essere

²⁶ Sul punto, D. GORDON SMITH, *The exit structure of venture capital*, in 53 *UCLA Law Rev*, p. 346 il quale afferma che i *restrictive covenants* che comportano il necessario consenso dell'investitore per essere deliberati possono ricondursi a quattro tipologie, tra cui vanno annoverate le operazioni di fusione o di acquisizione; le modificazioni dell'atto costitutivo richieste dagli organi di controllo e vigilanza per procedere alla quotazione di strumenti finanziari; il riscatto di common stock e l'emissione di nuove categorie di azioni che possano in qualche modo sortire l'effetto di diluire la partecipazione del socio investitore.

duplice: consente all'investitore di ritirare l'originario investimento dalla società, anche se questa si opponesse; e, dall'altro, di consentire all'investitore di avere influenza sull'imprenditore basata sulla credibile minaccia del disinvestimento.

Da questo punto di vista, pertanto, i meccanismi con cui le parti sono legittimate a riscattare le azioni, da una parte, si dimostrano efficaci strumenti per rendere la società efficiente e per comporre, con costi non significativi, le situazioni di conflitto tra imprenditore e investitore e, dall'altra parte, possono costituire un deterrente per l'ingresso di eventuali altri investitori nella società, posto che, per effetto dell'esercizio del obbligatorio, le risorse patrimoniali della società sono state utilizzate per il riacquisto delle azioni da parte di quest'ultima e non potranno, in futuro, essere dirette a finanziare operazioni vantaggiose per la società²⁷.

2.3. Il riscatto di azioni in funzione di protezione dei soci di minoranza.

Il riscatto di azioni può avere anche funzione di protezione dei soci di minoranza. Strutturando, infatti, il riscatto come obbligo posto in capo alla società di riacquistare la partecipazione dei soci che ne siano legittimati, si rende possibile alle minoranze azionarie di evitare il rischio di restare "prigioniere" del proprio investimento, in situazioni giudicate "critiche" come lo stallo della società o l'inserimento nello statuto di una clausola sulla quale dissentono²⁸.

²⁷ Sul punto sono rilevanti le osservazioni di D. GORDON SMITH, *The exit structure of venture capital*, in *53 UCLA Law Rev.*, 315, (2005).

²⁸ Si pensi, a questo proposito, alla previsione contenuta nell'art. 2355-bis per cui le clausole di mero gradimento sono efficaci solamente ove la società garantisca al socio il diritto di recedere o si preveda, in capo ad essa, un obbligo di acquisto delle azioni.

Rendere più agevole il meccanismo di *exit* per i soci di minoranza, significa garantire loro la capacità di disinvestire a un prezzo equo (*at a fair price*) ed è questa una delle più importanti forme di tutela per una minoranza azionaria.

Il diritto di exit assume particolare importanza nel caso di società non quotate in mercati regolamentati, o comunque, che non dispongono di un mercato pronto in cui le azioni possano essere attivamente scambiate.

Gli *shareholders* di una società chiusa, infatti, si trovano in una situazione di “*lock-in*”, nella quale è davvero difficoltoso, se non impossibile disinvestire (o, quantomeno, disinvestire a un prezzo equo) dalla società in caso di dispute con altri azionisti o tra gli azionisti di minoranza e quelli che controllano la società.

In tali circostanze, l'unica possibilità di disinvestimento realistica per il socio di minoranza è la rescissione del contratto societario e la liquidazione del valore della sua partecipazione²⁹.

L'utilizzo delle azioni riscattabili nell'ottica di garantire il diritto al disinvestimento è particolarmente funzionale negli ordinamenti di *common law*, nei quali, a differenza di quanto avviene nell'ordinamento azionario italiano³⁰, alle minoranze

²⁹ M. VENTORUZZO, *Experiments in Comparative Corporate Law: The recent italian reform and dubious virtues of a market for rules in the absence of effective regulatory competition*, p.25

³⁰ Il diritto di recesso è garantito dall'art. 2437 del Codice Civile italiano. Esso è stato oggetto di importanti modifiche in occasione della riforma del diritto societario del 2006, nell'ottica di un ampliamento del diritto di exit degli azionisti. Prima della riforma, ai sensi dell'arti 2437 c.c. esistevano solo tre circostanze in virtù delle quali era possibile recedere da una società chiusa e una quarta accessibile agli azionisti di società quotate in mercati regolamentati. La prima circostanza, che permane tutt'ora, riguardava il caso di trasformazione della società, ad esempio, una società per azioni che si trasforma in una società a responsabilità limitata o in una società di persone. Questi tipi di cambiamenti rappresentano la forma più significativa di modifica statutaria, poiché alterano in maniera sostanziale la forma della società. La seconda circostanza che giustifica il diritto di recesso era (ed è) quella di trasferimento della sede sociale all'estero. Trasferire la sede sociale all'estero implica, infatti, la possibile applicazione di leggi societarie straniere, da cui consegue un potenziale cambiamento nell'applicazione delle regole accettate al momento della costituzione della società. La terza circostanza contemplata dall'art.2437 c.c. è il cambiamento dell'oggetto societario. L'ultima ipotesi legittimante il diritto di recesso, prima della riforma del diritto societario, riguarda le società quotate. In base all'art. 131 del D.lgs. 58/1998 (TUF), gli azionisti hanno diritto di recedere dalla società nel caso di fusione societaria, se, a seguito dell'operazione, azionisti detentori

azionarie non spetta il diritto di recesso dalla società al ricorrere di modifiche statutarie, o fatti di particolare rilievo³¹.

Si spiega in tal modo il motivo per cui, proprio in quegli ordinamenti, all'autonomia statutaria è consentito ricorrere alle *redeemable shares* con opzione di vendita dei titoli azionari in capo al possessore delle azioni riscattabili (c.d. obbligo di riscatto), in modo da assolvere la funzione di recesso.

di azioni quotate ottengono azioni non quotate. Tutti questi eventi conseguono necessariamente a una deliberazione dell'assemblea, in quanto comportano modifiche allo statuto o all'atto costitutivo della società, e il diritto di recesso è invocabile solo da coloro che non hanno partecipato o hanno dissentito dalla risoluzione. La riforma del diritto societario ha invece ampiamente modificato e integrato i quattro originari motivi di recesso, introducendo il diritto di recesso per tutte le deliberazioni societarie che modifichino i diritti amministrativi o economici degli azionisti. M. VENTORUZZO, *Experiments in Comparative Corporate Law: The recent italian reform and dubious virtues of a market for rules in the absence of effective regulatory competition*, p.25 ss.

³¹ In realtà, gli ordinamenti anglosassoni prevedono rimedi giudiziali a tutela dei diritti dei soci di minoranza. Ai sensi del diritto societario britannico, ad esempio, i soci di minoranza, pur non disponendo di vero e proprio diritto al recesso, possono reagire a comportamenti "*unfairly prejudicial*" attraverso un apposito ricorso alla Corte competente. Il socio di minoranza che esperisce questo rimedio deve fondare la sua domanda su specifici elementi previsti dal Companies Act: (i) in primo luogo, l'azione o l'omissione oggetto di ricorso deve riguardare la gestione della società; (ii) in secondo luogo, la condotta deve risultare palesemente in contrasto con gli interessi dell'azionista ricorrente; (iii) e, infine, il pregiudizio subito deve essere ingiusto. Tuttavia, *l'unfair prejudice* è molto difficile da provare e la Corte dispone di discrezione assoluta in merito al rimedio da applicare per far fronte alla situazione contestata. Difatti, «*If the court is satisfied that a petition under this Part is well founded, it may make such order as it thinks fit giving relief in respect of the matters complained of*», e uno dei possibili rimedi che può imporre è il seguente «*provide for the purchase of the shares of any members of the company by other members or by the company's capital accordingly*». Si vedano a tal proposito gli art.994 e ss. del Companies Act 2006. Sul punto è opportuno citare P.L. DAVIES, *Introduction to company law*, Oxford, 2002, p. 228 e ss.; A. J. BOYLE, *Minority Shareholders' Remedies*, Cambridge, 2002, p. 105 e ss.; R. HOLLINGTON, *Shareholders' Rights*, London, 2004, p. 241.

CAPITOLO PRIMO

LE REDEEMABLE SHARES IN REGNO UNITO.

1. Introduzione.

L'ordinamento inglese riconosce espressamente alle *limited companies having a share capital* il potere di emettere *redeemable shares*, riscattabili ad opzione della società o dei soci titolari delle stesse³².

³² La *section 684 (1)* del *Companies Act* del 2006 stabilisce che «*A limited company having a share capital may issue shares that are to be redeemed or are liable to be redeemed at the option of the company or the shareholder (“redeemable shares”)... ».*

La disciplina delle *redeemable shares*, contenuta nella *Part 18, Chapter 3* del *Companies Act* del 2006, è una disciplina molto complessa e dettagliata. La ragione di un simile impianto normativo risiede nella volontà espressa dal legislatore di proteggere i creditori sociali da ingiustificate riduzioni del capitale sociale.

La principale finalità perseguita dalla società tramite l'emissione di *redeemable shares* risiede nella possibilità di dare ingresso, per un periodo di tempo ben determinato, all'interno della società ad un investitore esterno, al quale è a sua volta garantito il diritto di disinvestire dalla società senza pericolo di restare "prigioniero" del proprio investimento³³. In tal senso, l'emissione di *redeemable shares* risulta particolarmente efficace quando la società che se ne avvale è una *private company* e non esista un mercato sul quale liquidare prontamente le azioni.

L'emissione di *redeemable shares* nelle *public companies*, invece, persegue finalità diverse dal disinvestimento, le quali hanno una certa parentela funzionale con l'istituto dell'esclusione del socio³⁴.

2. L'evoluzione dell'istituto delle azioni riscattabili.

Il grande interesse per l'istituto delle azioni riscattabili nel diritto inglese è connesso al fatto che le *redeemable shares* hanno origine proprio in questo ordinamento.

Il loro esordio risale al *Companies Act* del 1929³⁵, la cui *section 18* prevedeva la possibilità, per la *company*, di emettere, con una semplice autorizzazione dello

³³ Sul punto E. FERRAN, *Company Law and corporate finance*, Oxford, 1999.

³⁴ Per un approfondimento sui profili funzionali delle *redeemable shares* si rinvia al capitolo introduttivo di questo lavoro.

³⁵ C.M. SCHMITTHOFF, *Palmer's company law*, London, 1976, p.12 ss.; DAVIES P.L., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London, 2003, p.251.

statuto, azioni privilegiate dichiarate riscattabili sin dall'atto di emissione (cc.dd. *redeemable preference shares*). Questa prima forma di riscatto azionario, dunque, sanciva solo il diritto di *call* della società su azioni privilegiate e solo nel caso di azioni emesse *ab origine* con tale peculiare soggezione³⁶.

Questa originaria disciplina esprimeva un atteggiamento piuttosto diffidente del legislatore inglese nei confronti delle *redeemable shares*, fondata sull'idea che il diritto di riscattare azioni, così come la possibilità di un loro acquisto da parte della società, potesse danneggiare i terzi, in particolare i creditori³⁷.

Il Companies Act del 1929 accoglie sul punto le conclusioni raggiunte nel *Report* della *Greene Committee* del 1926³⁸, nel quale si sconsigliava di consentire alle società di fornire assistenza finanziaria per l'acquisto delle proprie azioni³⁹.

³⁶ In base al principio sancito in *Re St. James' Court Estate Ltd* (1944) è da escludersi la conversione in azioni *redeemable* di azioni emesse senza alcuna clausola di riscatto, anche nel caso di deliberazione dell'assemblea. Infatti, nel giudicare tale caso, la Corte sancì il principio per il quale la conversione di azioni speciali in *redeemable shares* è equivalente a una riduzione del capitale azionario e a un simultaneo aumento di capitale. In quella occasione, si stabilì, inoltre, tale operazione sarebbe potuta essere effettuata solo se preceduta dalle appropriate procedure per dar luogo a una riduzione di capitale con simultaneo aumento dello stesso.

³⁷ M. L. VITALI, *Classes of Shares and Shares Redemption in Italian and UK Company Law: the Peculiar Case of Redeemable Shares*, in *Electronic Journal of Comparative Law*, 2006, <http://www.ejcl.org>

³⁸ Il *Report of the Company Law Amendment Committee* (1926), noto anche come *Report of the Greene Committee* è un report sulla legge inglese presieduto da [Sir Wilfrid Greene](#).

³⁹ *A practice which had been identified and condemned in the Report was where an asset stripper agreed to purchase shares from existing shareholders and used a loan from a lending institution to finance the purchase. Once sufficient control had been taken of the company by the asset stripper, he could appoint a new board and use the company's resources to financial assistance generally. Capital repay or service the loan. This would, in effect, be to use the company's own money to buy its shares. The Greene Committee felt that this offended against the spirit if not the letter of the rule prohibiting a company from purchasing its own shares. The maintenance of capital rule can be infringed if money or other assistance is advanced to an outsider for these purposes and is not recovered. For example, in a simple case, if a company has an issued and paid up capital of £10,000, comprising 10,000 £1 shares, and the outsider borrowed £10,000 from a bank to approach the existing shareholders with a view to purchasing their shares at par, if the company acts as a surety of the bank loan and the outsider defaults, the company loses its capital of £10,000. There is no necessary reduction of capital, though, if, in the above example, the outsider himself repays the bank. But, because of the risks of the above, the prohibition is very broadly drawn. The original prohibition was on the giving of financial assistance 'for the purpose of or in connection with' an acquisition of shares and this was interpreted surprisingly widely, catching transactions which were otherwise commercially reasonable and unobjectionable. So, for example, where a person sold an asset to a company, and that person received funds from the sale which were used to acquire shares*

Tuttavia, l'istituto delle *redeemable shares* presentava aspetti di evidente utilità.

Innanzitutto, utilizzata in chiave meramente finanziaria, l'emissione di *redeemable shares* consentiva alla società di ritirare dal mercato i titoli azionari attributivi di diritti patrimoniali speciali nel momento stesso in cui le mutate condizioni finanziarie o reddituali dell'emittente o, più in generale, l'andamento delle negoziazioni borsistiche, consentivano l'emissione di azioni dotate di privilegi minori⁴⁰.

In secondo luogo, l'istituto del riscatto azionario assumeva l'importante funzione di protezione delle minoranze avverse al rischio di assunzione da parte della società di decisioni non dissimili a quelle che, nei sistemi di *civil law*, erano, e sono, generalmente poste a fondamento del diritto di recesso⁴¹. Si fa riferimento, in particolare alle decisioni di modifica significativa dell'attività esercitata⁴², di fusione o scissione⁴³, di variazione statutaria in danno ai diritti particolari riservati ai possessori delle azioni speciali⁴⁴ o all'assunzione di decisioni capaci di incidere, di fatto, sull'attività della società o sui diritti dei soci⁴⁵.

In considerazione dell'evidente riscontro positivo avutosi negli Stati Uniti, legato proprio alla maggiore liberalità nell'utilizzo delle *redeemable shares*, il *Jenkins Committee*, agli inizi degli anni Sessanta, fu costretto a rivedere l'atteggiamento del legislatore inglese sull'argomento.

in the company, this was held to be an infringement of the section unless it could be shown that the purchase was in the company's ordinary course of business.

⁴⁰ Sulle funzioni perseguibili tramite le *redeemable shares* è opportuno riferirsi alle osservazioni di E. FERRAN, *Company Law and corporate finance*, Oxford, 1999.

⁴¹ In tal modo si sarebbe posto rimedio a una grave mancanza dell'ordinamento inglese, il quale, al pari degli altri ordinamenti di *common law*, non prevede l'istituto del recesso.

⁴² E' il caso di «*change the nature of the business of the corporation*».

⁴³ Ossia nel caso di «*joint in a merger or a consolidation*».

⁴⁴ Quali quelle di modifica degli «*articles of incorporation so as to affect the provisions of the shares held by one complaining*» ovvero «*preferential right of the shares*».

⁴⁵ Quali quelle di trasferire o affittare «*all or part of the corporate property and franchisees*».

La Commissione considerò la limitata autonomia concessa alle società nel Regno Unito e l'estrema libertà accordata, invece, alle società statunitensi in tema di acquisto e riscatto di azioni⁴⁶. Pur riconoscendo chiaramente i benefici prodotti dall'impostazione statunitense come, ad esempio, la possibilità di concedere azioni ai dipendenti della società e la maggiore flessibilità nel disinvestire nelle piccole imprese, la Commissione non ritenne di dare accoglimento alle istanze del mercato. Anzi, essa avvertiva che, qualora fosse stato concesso alle società inglesi un potere corrispondente a quello delle *corporations* americane di acquistare o riscattare azioni proprie, sarebbe stato necessario introdurre stringenti regole a protezione dei creditori e degli *shareholders*, regole di tutela che, però, non avrebbero dovuto essere ingiustificatamente restrittive⁴⁷. Inoltre, si astenne dal consigliare

⁴⁶ BOARD OF TRADE - Report of the Company Law Committee -June 1962: Purchase by a company of its own shares, 167. «*In the United States there is no general rule prohibiting limited companies from buying Shelf own shares and we have considered whether this general rule should be retained in our law. In the opinion of our American witnesses the power enjoyed by companies in the United States has not led to abuse and it is useful for a number of purposes. An American company wishing to provide its employees with shares as part of a bonus plan or a profit sharing scheme, or to acquire other companies, will often accumulate a sufficient number of its own shares by purchase in preference to issuing new shares and thereby unnecessarily increasing its issued share capital. As companies in the United States are generally free to reduce their share capital without the consent of the Court, this power for a company to buy its own shares also makes it possible to effect a selective reduction of capital, the shares of those members who wish to sell them being bought by the company and then cancelled: members of small companies wishing to retire are often bought out in this way. If a company buys its own shares and does not cancel them, those shares may be re-issued, but in the meantime no votes may be cast and no dividends may be paid in respect of them. Our witnesses pointed out, however, that the case law of the United States imposes very strict liabilities on directors and they considered that this would deal adequately with any abuse of the power by a company or its directors*».

⁴⁷ BOARD OF TRADE - Report of the Company Law Committee -June 1962: Purchase by a company of its own shares, 168. «*In our view, if the Companies Act were amended to give a limited company a general power to buy its own shares it would be necessary to introduce stringent safeguards to protect both creditors and shareholders. We think it would be possible to devise effective safeguards and we do not think they need to be unduly complicated. On the other hand, we have received no evidence that British companies need this power and the relatively few witnesses who offered any evidence on this matter were almost unanimous in opposing the introduction of a general power for companies to buy their own shares. The power might occasionally be useful when a minority of the members of a small company whose shares were not readily marketable wished to retire from the company and the other members were unable or unwilling to buy their shares at a fair price; we doubt if such a power would often be exercised for this purpose since it would usually give rise to a surtax assessment in respect of past profits of the company still undistributed and, in cases where tax difficulties can be overcome, a quasi-purchase of the shares of the company can be,*

l'abrogazione della regola che impediva alle società di acquistare o riscattare le proprie azioni, non riscontrando prove atte a sostenere la necessità di un siffatto potere per le società inglesi e individuando una serie di svantaggi fiscali nel rivendere le azioni alla società o a terzi.

Alla fine degli anni Settanta, i problemi nella raccolta di capitale riscontrati nelle società di piccole e medie dimensioni, portarono nuovamente l'argomento dell'acquisto di azioni proprie da parte della società e dell'emissione di azioni riscattabili all'attenzione del legislatore. Fu istituita a tal uopo una commissione presieduta da *Sir Harold Wilson*, incaricata di trovare soluzioni e metodi più flessibili per il finanziamento delle piccole società⁴⁸.

Il documento consultivo scaturito dai lavori della commissione suggerì di ampliare l'istituto delle *redeemable shares*, allentando i vincoli e le limitazioni previsti dal legislatore. L'emissione di *redeemable equity shares* avrebbe, infatti, consentito di raccogliere capitale senza inficiare in modo permanente il controllo a base familiare della società, esigenza, questa, particolarmente sentita soprattutto dalle società di piccole dimensioni.

Il passo successivo all'introduzione dell'istituto delle *redeemable shares*, come attualmente conosciuto, avvenne in occasione del dibattito parlamentare sul Bill Act, divenuto poi il *Companies Act* del 1981⁴⁹. In tale circostanza fu indicato come

and in practice is, carried out by the machinery of a reduction of capital by repaying those shares at a premium. We have therefore reached the conclusion that there is no justification for the general abrogation of the familiar rule that a limited company may not buy its own shares; indeed, we think that the rule should be expressly stated in the Act».

⁴⁸ PETER G. MOORE, *The Wilson committee Review of the functioning of financial institution – some statistical aspect*, Royal statistical society. L'argomento delle istituzioni finanziarie in Gran Bretagna era stato affrontato precedentemente nel lontano Maggio 1957 dalla *Radcliffe Committee*. Da allora, ovviamente erano intervenuti sostanziali mutamenti nel sistema finanziario inglese.

⁴⁹ C.M. SCHMITTHOFF, *Palmer's company law*, London, 1976, p.12 ss.; DAVIES P.L., *Gower and Davies' Principles of Modern Company Law*, London, 2003, p.251; L. C. B. GOWER, *Principles of modern company law*.

obbiettivo di massima priorità del governo l'attuazione di politiche volte ad attenuare i limiti generali previsti per le società nell'acquisto e nel riscatto di azioni proprie.

A tale dibattito fece seguito la pubblicazione di un documento consultivo intitolato "*The purchase by a company of its own shares*", scritto dal Professor Gower. In questo documento Gower raccomandò che alle società fosse concesso di emettere *redeemable equity shares*, sottolineando ancora la necessità di cautele tese ad assicurare il mantenimento del capitale azionario.

In linea con le raccomandazioni del Professor Gower, il *Companies Act* del 1981 arricchì la disciplina della azioni riscattabili prevedendo la possibilità di emettere azioni di qualunque classe "*which are to be redeemed or are liable to be redeemed, whether at the option of the company or the shareholder*"⁵⁰.

E' questa l'attuale configurazione delle *redeemable shares* inglesi, azioni caratterizzate dalla previsione di un potere di riscatto esercitabile, non più per esclusiva volontà della società, ma anche ad opzione del detentore delle azioni stesse. Azioni portatrici di un vero e proprio diritto al disinvestimento⁵¹.

Essendo stata oggetto di revisioni in diverse occasioni in un passato relativamente recente, la disciplina delle *redeemable shares* non è stato argomento che ha suscitato particolari dibattiti nel contesto della riforma generale del diritto societario inglese, culminata nel *Companies Act* del 2006.

⁵⁰ Cfr section 159 (1) Companies Act 1981

⁵¹ E. FERRAN, *Company law and Corporate financing*, Oxford, 1999.

La legge *de qua*, infatti, riprende quasi pedissequamente le disposizioni già contenute nella legge precedente, apportando solo limitati cambiamenti sostanziali⁵².

3. L'attuale configurazione delle *redeemable shares*.

Il *core* della disciplina delle *redeemable shares* si rinviene essenzialmente nella *Part 18, Chapter 3* del *Companies Act* del 2006 e, segnatamente, alle *sections* 684-689.

Essa risente, da un lato, della tradizione giuridica di *common law* e, in particolare, dell'ampia diffusione che l'istituto ha avuto negli Stati Uniti⁵³ e, dall'altro, dei vincoli comunitari dettati dall'art. 39 della Seconda Direttiva europea (dir. 77/91/CEE)⁵⁴.

⁵² I cambiamenti principali riguardano in particolare la disciplina delle condizioni per l'esercizio del potere di riscatto. Come vedremo, viene, infatti, resa più flessibile la disciplina previgente prevedendo la possibilità che i modi, i termini e le condizioni del riscatto non siano previsti espressamente dallo statuto, ma siano, su espressa autorizzazione, stabiliti dall'organo amministrativo al momento dell'emissione delle azioni riscattabili.

⁵³ La prima forma di azioni riscattabili negli Stati Uniti è stata quella delle azioni privilegiate soggette al *right to redeemed* della società (c.d. *callable stocks*), ideate sulla scorta del successo dell'identico meccanismo usato per i titoli di debito delle grandi compagnie ferroviarie alla fine dell'Ottocento. A seguito della grande crisi dei mercati finanziari del 1929, si assistette alla rapida ascesa delle azioni redimibili a opzione del possessore (c.d. *puttable stocks*), ossia dei titoli che permettono al sottoscrittore un agevole disinvestimento al di fuori del mercato *at a fair price* al verificarsi di determinate condizioni o anche *ad nutum*. Di Cecco, *Fattispecie e disciplina delle azioni riscattabili*, p.62

⁵⁴ Direttiva 79/91 del Consiglio, del 13 dicembre 1976, art.39:

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

- a) il riscatto deve essere autorizzato dallo statuto o l'atto costitutivo prima della sottoscrizione delle azioni riscattabili;
- b) queste azioni devono essere interamente liberate;
- c) le condizioni e le modalità del riscatto sono fissate dallo statuto o dall'atto costitutivo;
- d) il riscatto può essere effettuato soltanto con le somme distribuibili in conformità dell'art. 15, paragrafo 1 o con i proventi di una nuova emissione effettuata per tale riscatto;
- e) un importo pari al valore nominale o, in mancanza di valore nominale, al valore contabile di tutte le azioni riscattate deve essere incorporato in una riserva che non può essere distribuita agli azionisti, tranne in caso di riduzione del capitale sottoscritto; questa riserva può essere utilizzata solo per aumentare il capitale sottoscritto mediante incorporazione di riserve;

Questa duplice influenza sembra emergere con chiarezza dalla configurazione dell'istituto che il legislatore inglese ha delineato: il riscatto di azioni è concepito come fenomeno ambivalente, usato sia come strumento atto a consentire alla società di riacquistare parte delle proprie azioni, sia come meccanismo a disposizione del possessore dei titoli così caratterizzati che gli consente di disinvestire la propria partecipazione senza passare per la vendita sul mercato, altrimenti inevitabile.

Pertanto, nell'ambito dell'ordinamento anglosassone, la titolarità del potere di riscatto non è posto esclusivamente in capo alla società⁵⁵, essendo prevista anche la possibilità che sia il possessore stesso delle *redeemable shares* a rivestire posizione giuridica attiva, e ad essere quindi titolare del potere o del diritto di obbligare la società o altri soci a riscattare le proprie azioni e a farsi, quindi, rimborsare il relativo valore di liquidazione. In sostanza, il socio vanta un diritto di *put* nei confronti della società o degli altri soci⁵⁶.

f) la lettera e) non si applica quando il riscatto è avvenuto mediante i proventi di una nuova emissione effettuata ai fini di tale riscatto;

g) quando, in seguito al riscatto, è previsto il versamento di un premio agli azionisti, tale premio può essere prelevato soltanto dalle somme distribuibili in conformità dell' art. 15 ,paragrafo 1, o da una riserva diversa da quella di cui al punto e) che non può essere distribuita agli azionisti, tranne in caso di riduzione del capitale sottoscritto; questa riserva può essere utilizzata solo per aumentare il capitale sottoscritto mediante incorporazione di riserve, per coprire le spese di cui all' art. 3 ,lettera j) o quelle delle emissioni di azioni o di obbligazioni o per effettuare il versamento di un premio a favore dei detentori delle azioni o delle obbligazioni da riscattare;

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

⁵⁵ Come è invece previsto nell'ordinamento italiano dall'art. 2437-*sexies* del Codice Civile, ai sensi del quale le azioni riscattabili sono «azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci».

⁵⁶ La Section 648 Companies Act 2006 contempla espressamente l'ipotesi di rimborso “*at the option of the...shareholder*”.

L'aver previsto la possibilità di esercizio del riscatto “*at the option of the shareholders*” sancisce l'esistenza, nell'ordinamento inglese, di un vero e proprio diritto al disinvestimento in capo all'azionista⁵⁷.

L'efficienza di un tale meccanismo di riscatto emerge in modo significativo nell'ambito di iniziative imprenditoriali che vedono la partecipazioni di fondi di *private equity* o che richiedono, per l'avvio dell'attività, il coinvolgimento di un *venture capitalist*⁵⁸.

In effetti, la possibilità di ottenere rapidamente lo smobilizzo del proprio investimento rappresenta, per il socio finanziatore, un significativo incentivo a canalizzare le risorse finanziarie sull'impresa e, nello stesso tempo, permette una rapida, e quindi poco costosa, risoluzione di situazioni conflittuali con il socio imprenditore.

Il riscatto di partecipazioni, inoltre, è divenuto un'importante strumento di tutela anche nella prospettiva dei soci di minoranza, onde evitare che essi restino prigionieri delle proprie partecipazioni. In questo caso, l'attivazione dei meccanismi di riscatto è generalmente subordinata a eventi che hanno forte impatto sulla struttura societaria, quali il cambio di controllo o la realizzazione di operazioni straordinarie.

Una tale configurazione è funzionale a porre rimedio a una grave lacuna dell'ordinamento inglese, il quale, al pari di quanto avviene in Delaware e a differenza dell'ordinamento azionario italiano, non riconosce alle minoranze

⁵⁷ A tale tipologia di azioni ha dedicato ampio spazio la letteratura americana in occasione dello studio dei meccanismi che garantissero agli *equity funds* la possibilità di programmare ex ante il disinvestimento. Si richiama E.M. DODD JR., *Repurchase and Redemption by a corporation of its own shares: the substantive law*, in U. Pa. L. Rev., p. 730.

⁵⁸ La letteratura anglosassone ha da tempo prestato attenzione al ruolo dei soci finanziatori e alle modalità di gestione del conflitto con il socio imprenditore: sul punto si rimanda a D. GORDON SMITH, *The exit structure of venture capital*, in UCLA L. Rev, 2005, p. 315.

azionarie il diritto di recesso dalla società al ricorrere di modifiche statutarie, o fatti, di particolare rilievo.

A quest'ultimo scopo tende anche la procedure da utilizzarsi nel caso di *unfair prejudice*, già regolata dalla *section 459* del *Company Act* del 1985, e ora disciplinata dalla *section 994 ss* del *Company Act del 2006*. Si tratta di una disposizione in forza della quale, un socio della società o il Segretario di Stato hanno diritto di avanzare al tribunale una richiesta di rimedio nei confronti di comportamenti abusivi da parte della maggioranza o degli amministratori (ad esempio in caso di vendita di un cespite strategico dell'impresa). Il socio di minoranza che esperisce questo rimedio deve fondare la sua domanda su specifici elementi previsti dal *Companies Act*: (i) in primo luogo, l'azione o l'omissione oggetto di ricorso deve riguardare la gestione della società; (ii) in secondo luogo, la condotta deve risultare palesemente in contrasto con gli interessi dell'azionista ricorrente; (iii) e, infine, il pregiudizio subito deve essere ingiusto. Tuttavia, l'*unfair prejudice* è molto difficile da provare e la Corte dispone di discrezione assoluta in merito al rimedio da applicare per far fronte alla situazione contestata. Difatti, «*If the court is satisfied that a petition under this Part is well founded, it may make such order as it thinks fit for giving relief in respect of the matters complained of*», e uno dei possibili rimedi che può imporre è il seguente «*provide for the purchase of the shares of any members of the company by other members or by the company's capital accordingly*»⁵⁹.

⁵⁹ Sul punto *section 994 ss* del *Company Act* del 2006. Per ulteriori approfondimenti sul tema è opportuno citare P.L. DAVIES, *Introduction to company law*, Oxford, 2002, p. 228 e ss.; A. J. BOYLE, *Minority Shareholders' Remedies*, Cambridge, 2002, p. 105 e ss; R. HOLLINGTON, *Shareholders' Rights*, London, 2004, p. 241.

4. La qualificazione delle *redeemable shares* come categoria di azioni.

L'ordinamento inglese si caratterizza per la tendenza a intendere in modo estremamente lato il concetto di "categorie di azioni".

Tale tendenza è riconducibile a un atteggiamento particolarmente liberale del legislatore, della dottrina e della giurisprudenza. Il legislatore ha dettato, infatti, norme particolarmente ampie per disciplinare l'istituto delle categorie di azioni senza prevedere espressi limiti alla possibilità di emettere tipi differenziati di azioni. Da parte loro, poi, dottrina e giurisprudenza hanno avallato un'interpretazione particolarmente estensiva del concetto di categoria⁶⁰.

Il risultato è che, anche se il diritto positivo non prevede espressamente la possibilità di attribuire al titolare di una categoria di azioni una posizione giuridica passiva, le pronunce dei giudici o l'interpretazione della dottrina riconosce che, anche in tale ipotesi, si sia in presenza di una categoria di azioni, con l'applicazione della relativa disciplina di protezione. Di ciò si ha una chiara percezione proprio con riferimento alla disciplina delle azioni riscattabili che vengono ritenute una categoria di azioni anche se chi ne è titolare è soggetto al diritto potestativo del riscatto da parte della società o di altri soci.

In effetti, la ricostruzione del concetto di "categoria di azioni" è resa particolarmente complessa, nell'ordinamento inglese, a causa del principio di

⁶⁰ La section 121 del *Companies Act* 1985 prevede infatti che «the shares in a company may be divided into different classes». Si vedano tra le pronunce degne di nota sul concetto in questione: *Andrews v Gas Meter Co*, 1897, 1 Ch, 361 (*Court of Appeal e Birch v Cropper*, 1889, 14, App. Cas., 525 (House of Lords)).

atipicità delle categorie azionarie⁶¹ che lo caratterizza e che consente alle *companies* ampia discrezionalità statutaria nell'emettere categorie di azioni con diritti diversi⁶².

Il *Companies Act* del 2006 non fornisce alcuna definizione legale di azione, né la tipizzazione di categorie speciali di azioni, che, quindi, è rimessa all'elaborazione giurisprudenziale⁶³.

La più famosa definizione di "share" è stata elaborata dal giudice J. Farewell nella sentenza del caso *Borland's Trustee v Steel*⁶⁴. In quell'occasione, il giudice J.

⁶¹ Anche l'ordinamento Americano condivide sul tema la flessibilità che connota l'ordinamento inglese. La legge federale, infatti, accorda alle società la facoltà di emettere categorie di azioni, differenziate sotto il profilo amministrativo e patrimoniale, con l'unico limite per cui dal bilancio deve risultare chiaramente la differenza tra gli strumenti qualificati come "debt" da quelli rappresentati "equity". In tal senso si vedano le considerazioni di J.D. COX-T. HAZEN, *Corporationis*, New York, 2003.

⁶² Sul punto, M. VENTORUZZO, *Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition*, 2006; P.DAVIES, *Introduction to Company Law*, New York, Oxford University Press, 2010, 4, il quale enunciando gli elementi tipologici della *company* britannica, «*Shareholders invest in companies in exchange for shares. What rights are attached to the shares depends principally, not on the law, but on the contract entered into by the investors with the company: the basic principle here is freedom of contract*».

⁶³ Un tale principio, del resto, è in linea con la struttura finanziaria delle società di capitali inglesi, la quale è concepita in maniera particolarmente flessibile, allo scopo di consentire alle società di usufruire di qualunque possibilità di finanziamento. In tal senso vedi M. L. VITALI, *Class of shares in the UK and Italian company law context : The particular case of Redeemable shares*, consultabile su *Electric journal of Comparative Law*, vol. 10.2, October 2006 (<http://www.ejcl.org>).

⁶⁴ *Borland's Trustee v Steel Brothers & Co Ltd* [1901] 1 Ch 279. Sentenza commentata da R.PENNINGTON, in *Can shares in companies be defined?*, in *Company law*, 1989. Una tale descrizione permette di dare anche una definizione dello "shareholders". L'azionista è essenzialmente un investitore che paga una somma di denaro nella speranza di avere un ritorno economico. L'interesse finanziario dell'azionista è riposto nella società stessa e non negli asset della stessa. Gli assets appartengono alla società che è una persona giuridica separata. Così nel caso *Macaura v Northern Assurance Co Ltd* fu stabilito che a un azionista non è assicurabile alcun interesse sulla proprietà della società: "For corporate governance purposes, shareholders are typically regarded as the 'owners' of a company, a characterization that goes back to their position as the providers of the primary form of loss-bearing capital. As 'owners,' shareholders are afforded a say in the running of a company, including with respect to decisions concerning the raising of new capital as well as on fundamental matters relating to a company's life, death, and major restructuring. Nevertheless, the distinction between 'ownership' of the company by its shareholders and ownership of the business assets by the company itself is crucial. The asset partitioning benefits associated with the corporate form flow from this distinction. A feature that is common to all forms of share capital is that mandatory company law rules on maintenance of capital that restrict distributions to shareholders always apply. This inexorable rule gives all forms of share capital a permanent quality, in the sense that shareholders cannot insist on a return of capital that would infringe the maintenance of capital principle. This is so notwithstanding that for accounting

Farewell stabilì espressamente che «... *a share is the interest of a shareholder in the company measured by a sum of money, for the purpose of liability in the first place, and of interest in the second, but also consisting of a series of mutual covenants entered into by all the shareholders inter se in accordance with section 14. The contract contained in the articles of association is one of the original incidents of the share. A share is not a sum of money ... but is an interest measured by a sum of money and made up of various rights contained in the contract, including the right to a sum of money of a more or less amount.*».

Nonostante non ne fornisca alcuna definizione, il *Companies Act del 2006* utilizza diffusamente l'espressione «*classes of share*» a partire dalle *section 629*⁶⁵ e *630*⁶⁶, relative, rispettivamente, alla facoltà di emettere categorie di azioni differenziate e alla disciplina della procedura necessaria per variare i diritti collegati alle azioni.

In particolare, dalla lettura della prima disposizione si evince che il termine “*class of shares*” è normalmente utilizzato nelle circostanze in cui vi sono “*rights that attach to share*”⁶⁷.

La dimostrazione del fatto che tale espressione debba essere intesa in senso lato, includendo anche la possibilità di connotare le azioni con posizione giuridiche passive, deriva proprio dalla disciplina delle redeemable shares: al riguardo, la *section 684* del *Companies Act 2006* prevede che le azioni emesse «*on a*

purposes certain payments in respect of shares (such as dividends on non-participating redeemable preference shares) may be reported as expenses.”

⁶⁵ La quale prevede, alla subsection 1 che «*For the purposes of the Companies Acts shares of one if the rights attached to them are in all respects uniform*». Tuttavia, alla subsection 2 prevede che le azioni non possono ritenersi appartenenti ad una diversa categoria qualora portino un diritto all'utile diverso nei 12 mesi successivi alla loro emissione.

⁶⁶ La quale prevede che «*this section is concerned with the variation of rights attached to a class of shares in a company having a share capital*».

⁶⁷ La Relazione accompagnatoria al *Companies Act 2006* rileva come il termine «*class of shares is not defined in the 1985 Act but at common law this term is normally used where the rights that attach to a particular share relate to matters such as voting rights, a right to dividends and right to return of capital*».

redeemable basis» possono, oppure debbono, essere riscattate dalla società o dagli altri soci. La disposizione è chiara, quindi, nell'affermare che le azioni soggette al potere di redemption da parte della società rientrano nella nozione di cui alla *section 629*, con la conseguente applicazione della disciplina di protezione dettata dalla *section 630*. L'ordinamento inglese, in altri termini, giudica meritevole di tutela anche le posizioni giuridiche passive incorporate nelle azioni.

La legittimità della previsione di categorie di azioni caratterizzate da posizioni giuridiche passive, peraltro, è stata confermata da molte pronunce delle corti inglesi, le quali, peraltro, hanno accolto un concetto talmente ampio di categoria da ricomprendervi fattispecie che superano la stessa dicotomia tra posizioni giuridiche attive e posizione giuridiche passive. Il più importante esempio è rappresentato dal caso *Rayfield v Hands*⁶⁸. Nel caso di specie, l'attore era un socio che richiedeva l'attivazione di un diritto riconosciuto dallo statuto di farsi riscattare le azioni da parte degli amministratori. Gli amministratori, che erano a loro volta anche soci, si erano dimostrati inadempienti all'obbligo di riacquisto delle azioni. Il giudice, attraverso un complesso ragionamento, giungeva a concludere nel senso del riconoscimento di due categorie di azioni o, meglio, di azionisti, in quanto l'obbligazione dei soci-amministratori di riscattare le azioni era, da una parte, geneticamente connessa al ruolo di responsabili della gestione ricoperto nella società da questi ultimi e, dall'altra parte, inevitabilmente collegata al fatto che essi fossero anche titolari di azioni⁶⁹.

I principi espressi in tale decisioni sono stati, successivamente, richiamati nella nota pronuncia *Cumbrian Newspaper Group Ltd v Cumberland and Westmorland*

⁶⁸ *Rayfield v. Hands* [1960] Ch 1, [1958] 2 All ER 194 (Chancery division).

⁶⁹ *Rayfield v Hands* [1960] Ch 1, [1958] 2 All ER 194 (Chancery Division).

*Herald Newspaper and Printing Co ltd*⁷⁰, nella quale si è ulteriormente estesa la nozione di categoria azionaria. Nel caso di specie, la società *Cumbrian newspaper* aveva acquistato il 10% delle azioni della *Cumberland and Westmorland Herald Newspaper and Printing Co ltd*. Lo statuto di quest'ultima era a tal fine stato modificato, concedendo al *Cumbrian newspaper group* il diritto di prelazione sulle azioni in circolazione e di futura emissione della società. Inoltre, alla *Cumbrian news paper* era stato garantito il diritto di nominare un amministratore della società, se, per un certo lasso di tempo, avesse continuato a detenere non meno del 10% delle sue azioni.

Le modifiche apportate allo statuto della società *Cumberland and Westmorland Herald Newspaper and Printing Co ltd* rispondevano al preciso scopo di garantire alla *Cumbrian news paper* che l'ingresso di nuovi soci, nella società di cui andava acquistando un importante pacchetto azionario, non sarebbe avvenuto senza il suo consenso.

Era di fondamentale importanza, infatti, per il gruppo di controllo della *Cumbrian news paper* che la *Cumberland and Westmorland Herald Newspaper and Printing Co ltd* restasse una società di editoria autonoma da qualsivoglia influenza e continuasse a pubblicare un giornale locale indipendente.

Tuttavia, successivamente, la *Cumberland and Westmorland Herald Newspaper and Printing Co ltd* aveva modificato il proprio statuto eliminando le clausole che attribuivano i diritti particolari alla *Cumbrian news paper*. Vedendo violati i propri

⁷⁰ *Cumbrian Newspapers Group Ltd v Cumberland & Westmorland Herald Newspaper & Printing Co Ltd* [1987] Ch 1, 15, caso commentato da R. HOLLINGTON, *Shareholders Right*, London 2004, p.33; nonché da E. FERRAN, *Company law and corporate finance*, Oxford 1999, p. 339. Si veda, in senso analogo, anche *Re Hellenic and General Trust Ltd* [1976] 1 WLR 123, [1975] 3 All ER 382 (Chancery Division)

interessi, a questo punto, quest'ultima aveva promosso un'azione giudiziale nei confronti della prima, sostenendo che lo statuto di tale società aveva istituito in suo favore una classe di azioni portatrice di diritti speciali e, di conseguenza, tali diritti potevano esse legittimamente eliminati o modificati esclusivamente nel rispetto della la procedura disciplinata dalla *section 125* del *Companies Act* del 1981, la quale prescriveva, a tal fine, il necessario consenso del soggetto titolare delle azioni speciali.

Le ragioni della società attrice furono pienamente accolte dal giudice J. Scott che, commentando la *section 125*⁷¹ del *Companies Act*, relativa alla tutela dei titolari di categorie speciali di azioni, e analizzando i diritti che possono essere collegati alle azioni, giunge a distinguerne tre diverse categorie, ossia:

- (i) i diritti collegati a particolari azioni che, pertanto, costituiscono una vera e propria categoria di azioni;
- (ii) i diritti concessi a non azionisti che si trovano a detenere le azioni per scopi particolari, come nel caso in cui uno statuto conferisca un particolare diritto a un soggetto che, pur non essendo azionista, detenga le azioni per essere legittimato, ad esempio, a rappresentare la società in giudizio;
- (iii) i diritti attribuiti ad azionisti, ma non collegati alle azioni.

Il giudice ritenne che, nel caso di specie, il diritto di opzione attribuito all'attore, pur non essendo elemento qualificante dei titoli di sua proprietà, costituendo, di per sé, una categoria di azioni, avrebbe potuto essere modificato solamente in seguito all'adozione di una "*special resolution*" dell'assemblea.

⁷¹ Oggi *section 630* del *Companies Act* del 2006.

In conclusione, si è giunti ad affermare che per poter applicare la disciplina di protezione dei diritti di categoria previsti dalla *section 125* del *Companies Act* è sufficiente che diritti o obblighi, anche ove non collegati a una categoria di azioni, siano, attribuiti a un soggetto in quanto semplicemente socio della società⁷².

5. La procedura di riscatto e la liquidazione delle azioni riscattate.

5.1. Le condizioni per l'esercizio del riscatto.

Il tema delle condizioni per l'esercizio del riscatto costituisce un punto cruciale nella disciplina delle *redeemable shares* inglesi.

La *section 685* del *Companies Act* del 2006, che oggi regola l'istituto, è stato il frutto di una graduale apertura del sistema inglese verso un'impostazione più liberale della disciplina del riscatto.

L'evoluzione di questo ordinamento può essere idealmente suddivisa in tre tappe successive, l'ultima delle quali rappresentata, proprio, dalle modificazioni introdotte dal *Companies Act* del 2006 all'originario impianto normativo.

In origine, *Companies Act 1985* prevedeva che «*redemption of shares must be effected on such terms and in such manner as may be provided by the company's articles*»⁷³. Nonostante il tenore letterale della norma lasciasse intendere che

⁷² La prima è stata peraltro criticata da E. V. FERRAN, *Company law and corporate finance*, Oxford, 1999, pp. 339-340, la quale, richiamando il pensiero del giudice Scott, ha rilevato che «*Since Scott J's comment is inconsistent with the tacit assumption underlying earlier cases and has a narrowing effect, it is suggested that it should not be followed. Whilst uncertainty remains, in practice, it would be prudent for companies to assume that proposals to vary dividend, capital or voting rights attaching to a class of shares would vary class rights even where the rights are equally attached to more than one class of shares*».

⁷³ Cfr. la *section 106 (3)* *Companies Act 1895*.

l'autonomia statutaria fosse libera nella modulazione del potere di riscatto, si erano fatte strada due tesi interpretative.

Secondo un primo orientamento gli *articles* avrebbe dovuto prevedere, in modo analitico, i presupposti ai quali le azioni, a seconda dei casi, potevano o dovevano essere riscattate⁷⁴, vincolando così l'autonomia privata.

Secondo una tesi più liberale, invece, la norma concedeva un certo spazio di discrezionalità agli amministratori. In base a questa teoria esegetica, dunque, lo statuto si sarebbe potuto limitare semplicemente ad autorizzare l'emissione delle azioni riscattabili, e a prevedere generiche condizioni di riscatto; sarebbe poi stata competenza dell'organo amministrativo, determinare i confini delle condizioni di riscatto solo in un momento successivo, coincidente con l'emissione delle *redeemable shares*⁷⁵.

Quest'ultima interpretazione era preferibile da un punto di vista di flessibilità in quanto consentiva di stabilire, di volta in volta, le condizioni di emissione delle *redeemable shares*, adeguandole a quelle del mercato al momento dell'emissione.

Tuttavia, un tale orientamento sembrava trascendere il dettato letterale della normativa europea. L'art. 39 della Seconda Direttiva Europea sul diritto societario stabiliva al riguardo che «*i termini e i modi del riscatto devono essere previsti dallo statuto o dall'atto costitutivo*».

⁷⁴ Cfr. DEPARTMENT OF TRADE INDUSTRY – COMPANY LAW REVIEW, Terms and manners of redemption of Redeemable shares. Section 159 [A] e 169 [3] of the Companies Act 1975 (Consultive Document).

⁷⁵ E.V. FERRAN, *Company law and corporate finance*, Oxford, 1999. L'autrice propende per questa seconda interpretazione alla luce del fatto che «it allows for fine-tuning of the terms on which shares are issued to reflect the market conditions at the time of issue», essendo l'altra più rigida soluzione, da scartare anche in ragione degli oneri procedurali che essa imporrebbe alla società. Si tratta, infatti, di un'interpretazione «... inflexible because it would require the terms to be fixed far in advance of the issue date in order to be set out precisely in the circular sent with the notice convening the general meeting to consider the alteration to the articles».

In realtà, a ben vedere, il dettato comunitario è di poco più preciso rispetto alla norma interna⁷⁶ e si presta, anch'esso a differenti interpretazioni.

Infatti, il legislatore comunitario non si è preoccupato di specificare il grado di analiticità delle condizioni di riscatto, né ha prescritto la necessità di prevedere alcun presupposto cui il suo esercizio sia subordinato. Dalla lettera della norma si fa piuttosto strada l'idea che il riferimento alla previsione delle "condizioni di riscatto" non debba intendersi nel senso di presupposti cui l'esercizio del riscatto sia subordinando, dovendosi, piuttosto, riferire tale espressione alle condizioni economiche, ossia al valore di liquidazione, cui le partecipazioni devono essere riscattate. Sarebbe pertanto scorretto leggere nella disciplina comunitaria un argomento ostativo al riconoscimento della possibilità di riscatto *ad nutum* nell'ordinamento interno⁷⁷.

Peraltro, anche per il legislatore inglese, la previsione delle condizioni di riscatto si risolveva nell'indicazione dei termini economici cui le partecipazioni sarebbero state liquidate. Si trattava, quindi, di capire se gli amministratori, con l'accordo dei soci, fossero legittimati a indicare le condizioni economiche di riscatto *ex ante* nello statuto; oppure al momento dell'emissione delle *redeemable shares*; ovvero se tale determinazione fosse procrastinabile sino all'effettivo esercizio del ricatto.

In occasione dell'approvazione di alcune modifiche al *Companies Act* del 1985⁷⁸, al fine di chiarire la portata della disciplina, veniva inserita, con il *Companies Act*

⁷⁶ Sul punto E. WYMEERSCH, *The Directive amending the Second Company Law Directive on Legal Capital*, in *La società per azioni di oggi. Tradizione attualità prospettive (atti del convegno internazionale di sudi, Venezia, 10-11 novembre 2006)*, Milano, 2007, p. 344 ss; M. L. VITALI, *La nuova seconda direttiva: conferimenti, assistenza finanziaria e tutela «standardizzata» dei creditori sociali*, in *Riv. Soc.*, 2006.

⁷⁷ M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2012, p. 184.

⁷⁸ La modifica è stata introdotta in seguito all'approvazione del *Companies Act* del 1989.

del 1989⁷⁹, una nuova *section* 159, diretta ad ampliare il potere degli amministratori. Tale disposizione prevedeva la facoltà per i soci di delegare agli amministratori sia il potere di determinare il momento in cui esercitare il riscatto, sia quello di fissare il *redemption price*, sulla base di una formula matematica contenuta nello statuto, con una soluzione, quindi, alternativa rispetto alla predeterminazione del valore di liquidazione delle azioni⁸⁰.

Anche questa nuova formulazione della norma non conteneva alcuna indicazione riguardante la previsione di presupposti di riscatto, lasciando in tal modo intravedere all'interprete quella che poteva essere la sua effettiva *ratio*: lasciare ampia discrezionalità agli amministratori chiamati a limitare l'attivazione del meccanismo a un ambito temporale predefinito solo contestualmente all'emissione delle *redeemable shares*.

L'eccessiva ampiezza della formulazione, tuttavia, suscitò le critiche del *Departement of Trade and Industry* e della Commissione per la riforma del diritto societario, che portarono alla sua abrogazione⁸¹.

⁷⁹ Section 133 Companies Act 1989

⁸⁰ La formula più utilizzata per calcolare il prezzo delle azioni riscattate è la cc.dd. "Spens Formula": essa consente di riconoscere il pagamento di un corrispettivo al di sopra del valore nominale delle azioni nel caso di riscatto o liquidazione della società. Sul punto si rimanda alle considerazioni di E. V. FERRAN, *Company law and finance*, Oxford, 1999. Come spiegato dall'autrice, tale premio è riconosciuto a condizione che «*during a defined period prior to the repayment, the shares have been standing in the market at a figure in excess of par. The premium is usually ascertained by reference to the average middle-market quotation in excess of par during the relevant period subject to adjustments to take account of any accrued arrears of dividend which is reflected in the market price of shares*».

⁸¹ DEPARTMENT OF TRADE AND INDUSTRY – COMPANY LAW REVIEW, Terms and Manners of redemption of Redeemable shares. *Section 159 [A] e 169 [3] of the Companies Act 1975 (Consultative Document)*. Il Department of Trade and Industry, in particolare, sosteneva che tale descrizione doveva essere rigettata per le seguenti ragioni: "As argued by some authors, section 159[A] CA appeared flexible only at first glance, while it created more problems than the former model, section 159, did. The three main points of criticism formulated against the enforcement of section 159 [A] CA may be summarised as follows. The new provision would (i) preclude shares from being issued on the condition that they would be redeemable at the option of the company or as a result of specified events; (ii) create a problem for the consistency of the banks' capital level; and (iii) set up further obstacles for unlisted companies, a high degree of discretion being necessary

Il *Departement of Trade and Industry*, in particolare lamentava che la *section 159 Companies Act* appariva flessibile solo a un esame superficiale, mentre, in realtà creava più problemi della precedente formulazione dello stesso articolo. I tre principali punti di criticismo rilevati dal DTI possono così essere riassunti:

- (i) La nuova previsione avrebbe precluso l'emissione di azioni riscattabili ad opzione della società o come risultato del verificarsi di eventi specifici;
- (ii) Avrebbe creato problemi per la consistenza del livello di capitale delle banche;
- (iii) E inoltre, creava per le società non quotate, infatti sarebbe stato necessario un alto grado di discrezionalità per la valutazione delle azioni riscattande.

Infine, con l'approvazione della vigente versione del *Companies Act* nel novembre del 2006, la disciplina delle *redeemable shares* sembra, da una parte, circoscrivere la libertà degli amministratori, ma, dall'altra, confermare un'impostazione decisamente liberale per quanto attiene ai presupposti di riscatto la cui previsione non viene, neppure oggi, prescritta.

La *section 685* del *Companies Act 2006*, in particolare, stabilisce che ogni determinazione in merito a termini, condizioni e modalità del riscatto *può* essere rimessa alla competenza dell'organo amministrativo qualora sia in tal senso autorizzato dallo statuto oppure da un'apposita deliberazione dei soci, adottata, in questa circostanza, dall'assemblea ordinaria benché comporti una modifica dello statuto.

for the evaluation of the shares to be redeemed.” Documento commentato da E. FERRAN, *Company law and corporate finance*, Oxford, 1999.

Qualora all'organo amministrativo sia attribuita tale competenza, (i) vi dovrà provvedere prima che le azioni siano assegnate ai soci, e (ii) dovrà far menzione dei termini, condizioni e modalità del riscatto negli atti sociali in cui sono illustrati i diritti dei titoli azionari.

Resta ovviamente ferma la possibilità per la società di decidere di stabilire termini, modi e condizioni del riscatto integralmente all'interno dello statuto. Il dato normativo scioglie ogni dubbio sul punto, prevedendo espressamente che qualora tale competenza non sia attribuita all'organo amministrativo, i termini, le condizioni e le modalità del riscatto dovranno essere indicati nell'atto costitutivo⁸². Questa disposizione si applica sia alle public che alle private companies.

5. 2. L'emissione di redeemable shares.

La *section 684*⁸³ del Companies Act del 2006 consente espressamente a una *limited company having a share capital* di emettere *redeemable shares*, riscattabili dalla società su decisione della stessa o su richiesta dell'azionista titolare delle predette azioni.

Le azioni possono essere riscattate una volta trascorso un determinato periodo di tempo oppure al verificarsi di uno specifico evento.

Tale disposizione si inquadra in un'ottica di generale liberalizzazione del diritto azionario inglese. Con essa, infatti, si consente alle società di emettere azioni

⁸² Section 685(4) Companies Act del 2006

⁸³ Section 684 del Companies Act 2006, *Power of limited company to issue redeemable shares*, «(1) A limited company having a share capital may issue shares that are to be redeemed or are liable to be redeemed at the option of the company or the shareholder ("redeemable shares"), subject to the following provisions». Tale articolo replica il contenuto della precedente section 150 del Companies Act del 1985.

riscattabili di qualunque classe⁸⁴, riconoscendo finalmente l'esistenza di un diritto al disinvestimento generalizzato.

L'istituto delle *redeemable shares* costituisce, insieme all'istituto dello *share buy-back*, la più importante eccezione al principio contenuto nella *section 143* che, in base alla dottrina del *maintenance of capital*⁸⁵, fa espresso divieto alle società di acquistare le proprie azioni, anche attraverso il riscatto.

Un tale principio era scaturito dal famoso caso giurisprudenziale *Trevor v Whitworth*⁸⁶.

Nel dispositivo della sentenza Lord Watson spiega molto chiaramente che «*When a share is forfeited or surrendered, the amount which has been paid upon it remains with the company ... whilst the share itself reverts to the company, bears no dividend and may be re-issued. When shares are purchased at par, and transferred to the company, the result is very different. The amount paid up on the shares is returned to the shareholder; and in the event of the company continuing to hold the shares (as is the present case) is permanently withdrawn from its trading capital*».

Una così vistosa eccezione ad un principio fondamentale del common law inglese, comporta, però, la necessità di circondare l'istituto delle *redeemable shares* di una serie di vincoli al rispetto dei quali è subordinato l'esercizio del potere di riscatto.

⁸⁴ Va sottolineato che tale previsione si applica esclusivamente alle limited company: le unlimited company infatti non sono mai stata assoggettate ai rigorosi principi del capital maintenance e sono sempre state libere di mettere, in base ai principi di common law, azioni riscattabili.

⁸⁵ Il Capital Maintenance è definito dal *Company Law Review's Strategic Framework document* come: «[A] narrow .. and .. technical issue concerning the preservation of certain reserves which are currently designated as not normally distributable to members" [DTI (1999: 81)]. Sul tema è opportuno citare J. ARMOUR, *Capital Maintenance* consultabile sul sito <http://www.dti.gov.uk/cld/esrc6.pdf>; and DTI, *Modern Company Law for a Competitive Economy: Capital Maintenance: Other Issues (June 2000)* <http://www.dti.gov.uk/cld/capm.pdf> Parte II pagine 9 – 15; J. RICKFORD, *Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, 2004, *European Business Law Review*, 1 (available from <http://www.biiicl.org/index.asp?contentid=665>)

⁸⁶ (1888) 12 App Cas 409

A tal fine, il Companies Act descrive minuziosamente una specifica procedura al *Chapter 3* senza il rispetto della quale è fatto assoluto divieto di emettere *redeemable shares*. Tali vincoli sono essenzialmente posti a presidio della posizione degli azionisti e dei creditori sociali.

Innanzitutto, una *companies* può emettere azioni riscattabili solo se è in tal senso autorizzata dagli *articles of association*. In particolare, la *section 684* del *Companies Act* del 2006 prevede una disciplina differenziata a seconda della natura della società emittente⁸⁷.

Nel caso in cui ad emettere le *redeemable shares* sia una *public company*, è necessario che gli *articles of association* prevedano espressamente questa possibilità.

Al contrario, se la società emittente è una *private company* lo statuto non deve vietare l'emissione di una tale categoria di azioni.

L'autorizzazione statutaria ha, di fatto, la funzione di rendere edotti i creditori sociali e gli azionisti degli effetti prodotti dall'esercizio del riscatto azionario. Qualora, infatti, la *company* esercitasse la facoltà di riscatto o fosse obbligata al riscatto di azioni, l'operazione avrebbe importanti ricadute sulle risorse finanziarie della società⁸⁸.

⁸⁷ Section 684 Companies Act 2006 «(2)*The articles of a private limited company may exclude or restrict the issue of redeemable shares; (3)A public limited company may only issue redeemable shares if it is authorised to do so by its articles*». La norma replica il contenuto della section 159 (1) del companies Act del 1985. La nuova disposizione, tuttavia, non richiede più, solo per le private companies, la preventiva autorizzazione degli *articles of associations*. I soci possono, in ogni caso, limitare il potere della società di emettere *redeemable shares*, includendo una tale previsione nello statuto societario.

⁸⁸ Per effetto dell'avvenuto riscatto, infatti, le azioni riscattate vengono automaticamente annullate e di riflesso il capitale sociale ridotto per una cifra corrispondente al loro valore nominale complessivo. (Section 688 - Redeemed shares treated as cancelled. “*Where shares in a limited company are redeemed (a)the shares are treated as cancelled, and (b)the amount of the company's issued share capital is diminished accordingly by the nominal value of the shares redeemed*”).

Da una tale disposizione emerge l'idea di fondo, comune anche alla disciplina comunitaria⁸⁹, delle azioni riscattabili come strumenti volti a stimolare il finanziamento dell'impresa e non anche la sua gestione. Infatti, sia la Seconda direttiva che l'intera regolamentazione inglese concepiscono la riscattabilità come caratteristica delle azioni di nuova emissione e non come congegno statutario suscettibile di introduzione successiva per dare corpo a esigenze di gestione dell'impresa emerse *durante societate*.

Un secondo limite previsto dal *Companies Act* risiede nella circostanza per cui è espressamente previsto che non potranno essere emesse *redeemable shares* se e fintantoché la società emittente non abbia emesso anche azioni sprovviste della prerogativa della riscattabilità⁹⁰.

Tale limite, sempre in un'ottica di protezione del capitale sociale, ha lo scopo precipuo di evitare la peculiare ed estrema situazione in cui la *company*, riscattando tutte le proprie azioni, diventi socio di se stessa, (c.d. società senza soci).

Tuttavia, a ben vedere, tale previsione si rivela poco incisiva ed efficace, in quanto non stabilisce una percentuale di *non-redeemable shares* che la società deve emettere.

5. 3. La determinazione del valore del riscatto.

⁸⁹ Come esplicitato dall'art.39 comma 1 lettera a) della Seconda direttiva (dir. 77/91/CEE).

⁹⁰ Section 684 Companies Act 2006 «(4) *No redeemable shares may be issued at a time when there are no issued shares of the company that are not redeemable*». Tale disposizione va letta in combinato con a section 690 del Companies Act del 2006, che, con riferimento all'acquisto di azioni proprie a opera della società, stabilisce che le companies non possono acquistare le proprie azioni se, come risultato di tale operazione, non vi sono altri soci detentori di azioni diverse dalle azioni riscattabili. Section 690 Companies Act del 2006, «*a company may not...purchase its shares if ad a result of the purchase there would no longer be any member of the company holding shares other than redeemable shares or shares held as treasury shares*».

Il legislatore inglese non si preoccupa di dettare alcun criterio di riferimento per determinare il prezzo del riscatto. Il *Companies Act* del 2006, infatti, si limita a disporre che le condizioni economiche dell'operazione siano previste dall'*article of association*.

La determinazione del prezzo di riscatto, quindi, al pari di quanto avviene nell'ordinamento statunitense, è lasciata alla libera negoziazione delle parti⁹¹.

La disciplina anglosassone delle *redeemable shares* si caratterizza sul punto per un'ampia flessibilità che non ha mancato, tuttavia, di destare forti perplessità da parte di autorevole dottrina⁹².

In effetti, l'approccio liberale del legislatore inglese rischia dar luogo a seri pregiudizi nei confronti dei soci riscattati, considerando che, in mancanza di prestabiliti criteri obiettivi per la determinazione del prezzo del riscatto, è ben possibile che lo stesso possa realizzarsi anche "alla pari".

Proprio per questo motivo, è molto diffusa la previsione negli statuti di forme predeterminate per il calcolo del prezzo delle azioni riscattate. La formula più utilizzata a tal fine è la cc.dd. "*Spens Formula*": essa consente di riconoscere il pagamento di un corrispettivo al di sopra del valore nominale delle azioni nel caso di riscatto o liquidazione della società. Tale premio è riconosciuto a condizione che «*during a defined period prior to the repayment, the shares have been standing in*

⁹¹ Un tale tratto è caratteristico anche del diritto statunitense, nel quale la determinazione del prezzo è sostanzialmente affidata alla negoziazione delle parti. Il prezzo di riscatto viene solitamente incluso negli accordi di emissione: nel "*certificate of designation of serie B preferred stock*" emesso da *The Dun & Bradstreet Corporation*, un tale corrispettivo si compone di privilegi riconosciuti ai titolari delle azioni in sede di liquidazione della società. Il tema della determinazione del valore di riscatto è, al contrario, particolarmente sentito in altri ordinamenti, dove il legislatore si è preoccupato di dettare regole precise sulla determinazione del prezzo delle azioni riscattate, onde evitare comportamenti in danno ai soci riscattati. Il riferimento è all'ordinamento italiano, infra capitolo II, par. 5.3.

⁹² Così, P.L. DAVIES, *Gower and Davie's Principles of Modern Company Law*, London, 2003, p.375; il problema è trattato anche da D. GALLETTI, *Appunti in tema di recesso da società scissa quotata in borsa*, in *Borsa, borsa*, 1998, I, p. 301 ss.

*the market at a figure in excess of par. The premium is usually ascertained by reference to the average middle-market quotation in excess of par during the relevant period subject to adjustments to take account of any accrued arrears of dividend which is reflected in the market price of shares»*⁹³. Tuttavia l'applicazione di una formula non elimina del tutto il rischio di comportamenti abusivi da parte della società nell'ipotesi in cui richieda l'applicazione discrezionale di criteri prestabiliti⁹⁴.

E', tuttavia, da tenere in considerazione che, qualora il prezzo del riscatto sia determinato arbitrariamente e in evidente danno alla parte riscattata, è possibile far ricorso al procedimento di cui alla *section 994*, in base al quale, il riscatto delle azioni deve avvenire ad un prezzo *fair*⁹⁵. Nella determinazione di quale sia il prezzo equo il giudice gode di un'ampia discrezionalità, essendogli consentito prendere in considerazione le specifiche circostanze del caso concreto. Ciò nonostante, alcuni punti fermi possono essere ricavati dalla giurisprudenza in materia: il valore della partecipazione sociale deve essere fissato in proporzione alla quota della società da essa rappresentata, senza che sia legittimo operare decurtazioni in ragione del carattere minoritario della partecipazione e la società deve essere valutata come *going concern*⁹⁶.

5.4. Il procedimento di liquidazione delle azioni riscattate.

⁹³ Cit. E. V. FERRAN, *Company law and finance*, Oxford, 1999.

⁹⁴ DEPARTMENT OF TRADE INDUSTRY, Consultative Document.

⁹⁵ HOLLINGTON R., *Shareholders' Rights*, London, 2004, 258 ss.; SHAPIRA, Valuation of shares in buyout orderer, in *Co. Law*, 1995; PRENTICE, Minority shareholder oppression: valuation of shares, in *L.Q.R.*, 1985, p.179 ss; DAVIES, *Gowner and Davies*... P.703 ss.

In giurisprudenza: *Re Bird Precision Bellows Ltd*, in *Ch*, 1986, p. 158 ss.

⁹⁶ In questo senso, tra le pronunce più recenti: *CVC/Opportunity Equity Partners Ltd v Demarco Alveida*, in *BCLC*, 2002, 108 SS.

Il procedimento di liquidazione delle azioni riscattabili è regolato dalle *sections* 686 e 687 del *Companies Act* del 2006, le quali prevedono una serie di vincoli e limiti al riscatto azionario a presidio del capitale sociale e dei creditori⁹⁷.

La prima di tali norme, la *section* 686⁹⁸, rubricata “*Payment for redeemable shares*”, chiarisce che non si potrà procedere con il riscatto finché le azioni riscattande non siano interamente liberate⁹⁹. Tale regola è diretta a evitare che la società si trovi a essere creditrice e debitrice di se stessa per la residua parte di conferimento, con un possibile danno per l’effettività del capitale sociale; e che gli amministratori procedano all’acquisto di azioni proprie, con lo scopo esclusivo di liberare alcuni soci dall’obbligo di effettuare i versamenti residui.

Nell’ottica di una maggiore flessibilità del sistema azionario e di lasciare maggiore spazio all’autonomia privata, la disposizione, consente, al contrario di quanto stabilito nel *Companies Act* del 1985, qualora i termini e le condizioni del riscatto lo prevedano, che la società e il titolare di azioni riscattabili possano raggiungere un accordo di differimento del pagamento del prezzo di riscatto a data successiva rispetto a quella di emissione del trasferimento coatto¹⁰⁰. In assenza di tale accordo, tuttavia, il prezzo di riscatto dovrà essere interamente corrisposto al momento in

⁹⁷ PENNINGTON, *Pennington’s Company Law* (2002).

⁹⁸ v. la *section* 686 (3) del CA 2006, secondo cui “the [redeemable] shares must be paid for on redemption”. Cfr. HANNINGAN, *Company Law*, Oxford, 2009, 520.

⁹⁹ La disposizione è in linea con quanto disposto dall’art.39, comma 1, lettera b) della Seconda Direttiva Europea in materia societaria, a mente del quale «il riscatto può essere effettuato soltanto con le somme distribuibili in conformità dell’art. 15, paragrafo 1 o con i proventi di una nuova emissione effettuata per tale riscatto».

¹⁰⁰ A tal proposito sembra potersi ritenere che il consenso individuale del socio “riscattabile” possa passare tanto dall’approvazione di una clausola statutaria che preveda espressamente una deroga al principio della necessità del versamento del corrispettivo al fine dell’efficacia del riscatto (richiedendosi allora presumibilmente l’unanimità, se introdotta *durante societate*), quanto (ove lo statuto nulla preveda) in un momento successivo. Questa seconda ipotesi è espressamente accolta nell’ordinamento britannico: cfr. *section* 686 (2) CA 2006, secondo cui “the amount payable on redemption may, by agreement between the company and the holder of the shares, be paid on a date later than the redemption date”.

cui il trasferimento assume efficacia¹⁰¹ e qualunque accordo di pagamento rateale è illecito e invalido.

Il pagamento del riscatto può avvenire tanto in beni quanto in denaro¹⁰².

¹⁰¹ Cfr. section 686 (3) del Companies Act del 2006 *Unless redeemed in accordance with a provision authorised by subsection (2), the shares must be paid for on redemption*». La disposizione replica, nei contenuti, la previgente norma contenuta della section 159 (3) del Company Act del 1985 eliminando (www.legislation.gov.uk).

Tra i casi giurisprudenziali importanti in materia si possono citare: *BDG Roof Bond v. Douglas*, [2000] 1 B.C.L.C. 401; [2000] B.C.C. 770; [2000] Lloyd's Rep. P.N. 273, commentata da D. CABRELLI, *BDG Roof Bond Ltd v. Douglas: Further Observations on the Application of Re Duomatic Principle*, in *Comp.Law.*, 2001, 22(5), 130-133 che osserva «*The court held that this [ovvero il fatto che «the payment could only be made when the repurchase agreement was executed, and accordingly the contract was invalid as payment had been made prior to the execution of the contract and the cancellation of the shares»] was too literal construction to place on section 159 (3). Park J. preferred the countervailing argument that the prior payment would be rendered conditional on the agreement being concluded and the sale proceedings as planned. If the sale was not effected because negotiations had broken down, the prior payment of cash would be returned to the company by virtue of the operation of the construct of conditionality*».

¹⁰² Tale orientamento è stato confermato nel noto caso giurisprudenziale *BDG Roof-Bond Ltd v Douglas*, risolto sotto la vigenza del *Companies Act* del 1985. Fino a quel momento, una serie di casi giurisprudenziali aveva sancito la prassi per cui il pagamento del riscatto deve essere operato in denaro¹⁰². Tuttavia, il *BDG Roof-Bond Ltd v Douglas*¹⁰², ha ribaltato completamente la situazione. Nel caso di cui si discute, il rapporto tra due azionisti al 50% si è interrotto. Per evitare di arrivare a un punto di stallo, uno degli azionisti decide di vendere le sue azioni agli altri. Le azioni non erano riscattabili e la transazione era stata strutturata come un acquisto di azioni proprie operato dalla società. Inoltre, il venditore richiedeva il pagamento in parte in denaro e in parte in beni, il che comportava come conseguenza che la società avrebbe dovuto pagare le azioni con alcuni dei suoi assets. Il venditore non ha mai ricevuto gli assets, ma soltanto il pagamento in denaro come anticipo dell'acquisto. Come conseguenza dell'esecuzione del contratto, la società fu liquidata e il liquidatore promosse un'azione contro gli avvocati della società liquidata base del fatto che essi erano stati negligenti non avendo rilevato che l'acquisto delle azioni da parte della società era invalido. In particolare, il liquidatore, tra l'altro, sosteneva che (i) il pagamento non era stato fatto totalmente in denaro, in contrasto con la section 159 (3); and (ii) il pagamento monetario era stato fatto troppo presto in contrasto con la section 159 (3) CA. Con riferimento al primo punto, è da notare che il giudice Park interpretò section 162 (2) CA in combinato disposto con la section 159 (3) CA. Secondo questa interpretazione, egli ha stabilito che, se lo statuto lo consente, la società può riacquistare le sue azioni da un'azionista corrente. Inoltre, il giudice ha stabilito che il principale concetto sottostante alle disposizioni di pagamento nell'atto del riacquisto e dei dividendi è che una società abbia *sufficient distributable reserves*. Ragionando per analogia, il giudice ha stabilito che non ci sono ragioni per le quali le azioni non avrebbero dovuto essere acquistate in denaro o in bene. Ciò perché il pagamento dei dividendi è basato su questo stesso concetto ed è possibile effettuarlo sia in denaro che in beni. Il secondo punto è tratto ancora dalla disposizione della section 159 (3) CA che, quando applicato alle transazioni dell'acquisto di azioni, stabilisce che l'accordo deve prevedere il tipo di pagamento dell'acquisto.

Da un lato, l'appellante propendeva verso l'interpretazione letterale della norma, affermando che il pagamento poteva essere fatto esclusivamente come stabilito nell'accordo. Tuttavia, il giudice ha mostrato un approccio più flessibile, stabilendo che la forma di pagamento stabilita dall'accordo fosse un aspetto secondario e che la vendita procedesse come pianificato. Anche in questo caso, il giudice ha stabilito che le condizionali dovessero prevalere su un'interpretazione letterale richiesta dall'appellante.

C'è un altro caso recente che si occupa dei problemi inerenti l'ampiezza del potere di riscatto ed è interessante vedere come l'appellante e il convenuto hanno provato a interpretare la section 159 CA

La seconda norma, ovvero la *section 687* del *Companies Act* del 2006, rubricata “*Financing of redemption*”, indica le risorse patrimoniali che possono essere utilizzate dalla società emittente a servizio del riscatto.

La norma prevede una disciplina differenziata per le *public* e le *private companies*.

A tal proposito, si prevede che ai fini del finanziamento del riscatto azionario, le *public companies* possono utilizzare esclusivamente (i) le riserve disponibili e gli utili distribuibili (*distributable profits*), o (ii) le somme incamerate in sede di emissione di nuove azioni finalizzata a finanziare il riscatto azionario¹⁰³.

Le *private companies*¹⁰⁴, invece, possono procedere a tal fine anche a riduzione del capitale sociale.

In ogni caso, qualora il prezzo di riscatto sia superiore al valore nominale delle azioni riscattate, essendovi dunque un *premium payable on redemption*, tale differenza positiva dovrà essere tratta dalle riserve disponibili e dagli utili distribuibili.

Tuttavia, se le azioni riscattabili non siano state *ab origine* sottoscritte a un valore superiore al nominale, il *premium payable on redemption* potrà essere tratto dalle somme incamerate dalla società in sede di emissione di nuove azioni, a patto che

in maniera differente. L’approccio del sistema inglese crea una grande flessibilità nella struttura finanziaria delle *companies*, infatti, esse possono comprare azioni riscattabili al di fuori degli schemi del riscatto azionario. Ciò può accadere in diverse circostanze. Ad esempio, se non c’è un mercato per le azioni della società, lo share buy-back può essere utile a riconquistare il controllo della società che è stato temporaneamente perduto a causa dell’entrata di un investitore occasionale in società. Inoltre, in un mercato attivo in cui le *redeemable shares* sono scambiate a un prezzo inferiore al prezzo del riscatto, lo shares buy-back può offrire una possibilità alla società per conservare denaro.

¹⁰³ Anche queste previsioni incorporano i precetti sanciti dall’art. 39 della seconda direttiva comunitaria, e segnatamente quelli di cui al comma 1, lett. d), che dispone: «*il riscatto può essere effettuato soltanto con le somme distribuibili in conformità dell’articolo 15, paragrafo 1 o con i proventi di una nuova emissione effettuata per tale riscatto*».

¹⁰⁴ Nel vigore del *Companies Act* del 1985 per le “*private companies*” si prevedeva la possibilità di procedere al riscatto “*otherwise than out of distributable profits or proceeds of fresh issue of shares*”, solamente se ciò era preventivamente previsto dallo statuto. La riforma del 2006 ha, invece, eliminato tale requisito dalla nuova *section 709*.

tale emissione azionaria sia finalizzata a finanziare il riscatto azionario, fino a un ammontare massimo pari al minore fra (i) le somme complessivamente ricevute a suo tempo dalla società a titolo di sovrapprezzo nell'emissione delle azioni riscattabili oggetto di riscatto, e (ii) la riserva sovrapprezzo complessiva della società emittente. In conseguenza di ciò, l'ammontare della riserva sovrapprezzo verrà corrispondentemente ridotta delle somme pagate a titolo di *premium* in sede di riscatto¹⁰⁵.

La ratio di tale disciplina è quella di rafforzare la protezione dei creditori sociali in caso di esercizio del diritto di riscatto. Essa infatti ha il preciso scopo di garantire che l'ammontare complessivo delle riserve non distribuibili resti intatto e che il riscatto di azioni non sia utilizzato per procedere a una riduzione di capitale al di fuori delle norme a tal fine previste.

Nel diritto societario, la garanzia per i creditori (cc.dd. *creditor's buffer*) è costituita, infatti, dal capitale sociale della società e dalle riserve non distribuibili, quali la *capital redemption reserve* e lo *share premium account*.

Lo *share premium* può essere iscritto solo per l'entità dell'ammontare della nuova emissione di azioni che va a rimpiazzare l'ammontare in tal modo iscritto, così

¹⁰⁵ La disciplina descritta nel testo è coerente con quanto previsto dall'art. 39 della seconda direttiva al comma 1, lett. e), f) g), ai sensi delle quali: «e) un importo pari al valore nominale o, in mancanza di valore nominale, al valore contabile di tutte le azioni riscattate deve essere incorporato in una riserva che non può essere distribuita agli azionisti, tranne in caso di riduzione del capitale sottoscritto; questa riserva può essere utilizzata solo per aumentare il capitale sottoscritto mediante incorporazione di riserve; f) la lettera e) non si applica quando il riscatto è avvenuto mediante i proventi di una nuova emissione effettuata ai fini di tale riscatto; g) quando, in seguito al riscatto, è previsto il versamento di un premio agli azionisti, tale premio può essere prelevato soltanto dalle somme distribuibili in conformità dell'articolo 15, paragrafo 1, o da una riserva diversa da quella di cui al punto e) che non può essere distribuita agli azionisti, tranne in caso di riduzione del capitale sottoscritto; questa riserva può essere utilizzata solo per aumentare il capitale sottoscritto mediante incorporazione di riserve, per coprire le spese di cui all' articolo 3, lettera j) o quelle delle emissioni di azioni o di obbligazioni o per effettuare il versamento di un premio a favore dei detentori delle azioni o delle obbligazioni da riscattare».

sostituendolo con il capitale azionario etichettato come *share premium account* e così preservando la garanzia per i creditori.

Le conseguenze di tali regole, dal punto di vista contabile, possono essere rappresentate con il seguente schema¹⁰⁶:

Se il *premium payable on redemption* non è tratto dagli utili disponibili o dalle riserve disponibili, esso dovrà essere tratto dalle somme incamerate dalla società in sede di emissione di nuove azioni.

Il capitale della società si compone di

	£
Ordinary share da £ 1	10.000
Redeemable shares	6.000
Share premium	<u>5.000</u>
	21.000
Profit and loss	<u>6.000</u>
Net asset	27.000

Le *redeemable shares* sono state emesse con un sovrapprezzo di 30p ciascuna e devono essere riscattate allo stesso valore (£1.800). La società vuole emettere il numero minimo di azioni per pagare il riscatto.

In tal caso, i profitti disponibili sono £6.000. Il costo totale del riscatto è £7.800.

Di conseguenza, il minimo valore di emissione a cui la società può procedere è £1.800.

¹⁰⁶ Smith and Keenan's company law

Queste 1.800 sterline possono poi essere accantonate a share premium account e, dopo il riscatto il saldo sarà:

	£
Ordinary capital	11.800
Capital redemption reserve	4.200
Share premium	<u>5.000</u>
	21.000

In entrambi i casi la garanzia per i creditori, cioè il capitale sociale e le riserve non distribuibili, ammonta a £ 21.000. Le 1.800 sterline devono essere tratte da una nuova emissione di azioni finalizzata al riscatto.

6. Riscatto di azioni attraverso riduzione del capitale sociale.

Sin dal Companies Act del 1985¹⁰⁷, alle *private companies* è stata concessa la facoltà di procedere al riscatto delle *redeemable shares* attraverso riduzione del capitale sociale.

Tale previsione, introducendo, di fatto, un meccanismo di riduzione del capitale sociale alternativo a quello tradizionale, consente alle *private companies* di usare il proprio capitale per finanziare il riscatto o il riacquisto di azioni proprie, riuscendo così a soddisfare con maggiore facilità il desiderio degli azionisti che intendano

¹⁰⁷ Cfr. Companies Act 1985, section 171 ss.

dismettere la propria partecipazione quando non vi sono altri soci che vogliono o passano acquistare le loro azioni¹⁰⁸.

La concessione fatta dal legislatore alle private companies è, tuttavia, controbilanciata con un procedimento più rigido e con la previsione di precise condizioni cui è subordinato il riscatto di azioni tramite la riduzione del capitale sociale. Queste condizioni hanno lo scopo di proteggere i creditori sociali dai rischi impliciti nel consentire alla società di utilizzare il proprio capitale ai fini del riscatto¹⁰⁹.

Quanto alle risorse economiche da porre a servizio del riscatto, è espressamente previsto che la società è tenuta previamente a utilizzare le riserve disponibili e gli utili distribuibili (*distributable profits*), o le somme incamerate in sede di emissione di nuove azioni finalizzata a finanziare il riscatto azionario e, solo una volta che queste ultime siano state interamente assorbite, sarà consentito il riscatto di azioni attraverso riduzione del capitale sociale. Il capitale ottenuto attraverso tale operazione è definito “*permissible capital payment*”¹¹⁰.

Qualora una *private company* decida di riscattare le *redeemable shares out of capital* è tenuta al rispetto della procedura indicata dalle *sections 713*¹¹¹-723 del *Companies Act 2006*.

¹⁰⁸ Ciò non era in precedenza consentito se non in presenza di espressa autorizzazione dello statuto. L'attuale normativa, invece prevede che il riscatto o il riacquisto di azioni proprie sia consentito in ogni caso, salva la possibilità di limitare tale potere a opera dello statuto.

¹⁰⁹ In tal senso E. V. FERRAN, *Company law and corporate finance*, Oxford, 1999.

¹¹⁰ Cfr. Section 710 del Company Act del 2006 che riprende quanto già stabilito nella section 171(3) del Companies Act del 1985.

¹¹¹ Ai sensi della section 713 del CA del 2006, rubricato «Requirements for payment out of capital»: (1) A payment out of capital by a private company for the redemption or purchase of its own shares is not lawful unless the requirements of the following sections are met— section 714 (directors' statement and auditor's report); section 716 (approval by special resolution); section 719 (public notice of proposed payment); section 720 (directors' statement and auditor's report to be available for inspection). (2) This is subject to section 720A and to any order of the court under section 721 (power of court to extend period for compliance on application by persons objecting to payment).

In base a tale disciplina, gli amministratori della società emittente sono tenuti a redigere una situazione patrimoniale (non *audited*), non più vecchia di 90 giorni, da cui emerga l'ammontare dell'attivo, del passivo e delle risorse patrimoniali disponibili.

Gli amministratori sono inoltre tenuti a dichiarare che la società non è insolvente ed è in grado di far fronte ai suoi debiti immediatamente dopo l'operazione¹¹².

Successivamente, gli *auditors* predispongono una relazione *ad hoc* in cui attestano che la dichiarazione di solvibilità della società riscattante rilasciata dagli amministratori è ragionevole e che le poste patrimoniali utilizzabili sono state correttamente calcolate¹¹³.

Infine, è necessaria una deliberazione dell'assemblea straordinaria che autorizzi la riduzione del capitale. Tale autorizzazione è invalida se non è approvata da tutti gli aventi diritto.

Entro sette giorni dalla riunione assembleare la società è tenuta a dare pubblicità dell'avvenuta adozione della delibera di riduzione del capitale sociale. A tal fine gli amministratori provvedono all'iscrizione dei documenti presso il registro delle imprese e alla pubblicazione di un avviso sulla *London Gazette* e su un quotidiano a diffusione nazionale.

Entro 35 giorni dall'approvazione della riduzione del capitale sociale a opera dell'assemblea straordinaria, i creditori sociali e i soci, che ovviamente non hanno

¹¹² Ai sensi della *section 715* del CA del 2006, i manager che redigono la situazione patrimoniale dell'impresa senza averne la competenza ai fini dell'operazione in oggetto, sono passibili di pene di diversa intensità. In base alla *subsection (2)* "A person guilty of an offence under this section is liable: a) on conviction on indictment, to imprisonment for a term not exceeding two years or a fine (or both); b) on summary conviction: (i) in England and Wales, to imprisonment for a term not exceeding two months or a fine not exceeding the statutory maximum (or both), (ii) In Scotland or Northern Ireland, to imprisonment for a term not exceeding six months or a fine not exceeding the statutory maximum (or both)".

preso parte all'assemblea straordinaria indetta a tal fine, hanno facoltà di adire all'autorità giudiziaria per la cancellazione della delibera per essi pregiudizievole.

In ogni caso, decorsi 35 giorni senza che vi sia stata alcuna opposizione, il riscatto potrà trovare attuazione tra il Trentaseiesimo e il Quarantanovesimo giorno successivo a quello di adozione della deliberazione assembleare di riduzione del capitale sociale.

La disciplina del riscatto azionario operato tramite la riduzione del capitale sociale è integrata dalle disposizioni dell'*Insolvency Act*. Infatti, qualora il riscatto azionario comporti la riduzione del capitale della società emittente e, quest'ultima, venga dichiarata insolvente entro i dodici mesi successivi al completamento della procedura di riscatto e di riduzione del capitale, trova applicazione l'art. 76 dell'*Insolvency Act* del 1986. Tale articolo prevede espressamente che, in tali circostanze, coloro che, in quanto titolari delle azioni riscattate, abbiano ricevuto il corrispettivo del riscatto, dovranno restituirlo interamente alla procedura fallimentare ovvero, nel caso sia inferiore, potranno limitarsi a restituire l'ammontare sufficiente a ripagare i creditori della società insolvente e i costi della procedura fallimentare. Non assume alcun rilievo quanto fosse prevedibile l'insolvenza al momento in cui si è deciso il riscatto azionario né quanto fosse stato ragionevole ridurre il capitale a servizio del riscatto¹¹⁴.

Il legislatore inglese pone rimedio, in tal modo, alle pericolose conseguenze della consentita possibilità di abbandonare lo *status* di socio e di avanzare pretese tipiche

¹¹⁴ D.J.Cooke, *Private Equity: Law and Practice*, Londra, Sweet & Maxwell, 2011, 107.

di qualunque creditore sociale in presenza di una potenziale insolvenza della società¹¹⁵.

7. Conseguenze del mancato riscatto delle azioni.

Un aspetto particolare della disciplina delle *redeemable shares* inglesi si rinviene nella circostanza per cui, similmente a quanto accade negli Stati Uniti, se la società emittente non ha risorse disponibili, il titolare delle azioni riscattabili non potrà forzarla al riscatto nemmeno per via giudiziale.

Il *Companies Act* prevede, infatti, che, quando una società emette azioni che si impegna a riscattare o a riacquistare entro una determinata data, non può essere ritenuta responsabile per i danni causati dal mancato riscatto o riacquisto delle azioni, anche se ciò ha causato una violazione del vincolo contrattuale.

Tuttavia, il titolare di azioni riscattabili, che abbia attivato infruttuosamente la procedura di riscatto, ha a disposizione altri strumenti da utilizzare nei confronti della società. Infatti, questi potrà richiedere giudizialmente i danni per la violazione del contratto in cui si stabiliva il riscatto delle azioni o potrà richiedere al giudice di impedire la distribuzione di dividendi da parte della società finché le risorse

¹¹⁵ Una tale impostazione è seguita anche dall'ordinamento statunitense. La dottrina americana ha rilevato da tempo come la possibilità per il titolare delle azioni riscattabili di abbandonare lo status di socio e assumere la posizione di creditore sociale porta con sé il deprecabile rischio di divenire la causa stessa della crisi finanziaria della società e di accelerare il dissesto della stessa. La giurisprudenza ha così negato il diritto al riscatto in ogni ipotesi in cui possa pregiudicare la capacità della società di assolvere alle proprie obbligazioni verso i terzi. Infatti, come ricorda E. MERRICK DODD, *Purchase and redemption by a corporation of its own shares: the substantive law*, in *University of Pennsylvania Law Review*, cit. p. 701: «*One or two courts (...) permitted the shareholders even than to compete with subsequent creditors who had notice of the agreement at the time when they extended credit*» e che in generali le corti americane avevano negato «*the right to enforce the promise or security given for it in competition with its own creditors if the corporation was insolvent when the promise has made or because so prior to performance*». È opportuno inoltre citare G. DI CECCO, *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, in *Le nuove leggi del diritto dell'economia*, collana diretta da M. SANDULLI e V. SANTORO, Torino, 2013.

patrimoniali siano interamente reintegrate, e a quel punto ottenere il riscatto in via giudiziale¹¹⁶.

La più recente pronuncia giurisprudenziale riguardante il mancato riscatto di azioni da parte della società e gli strumenti a disposizione dell'azionista riscattando per far valere i propri diritti è quella che ha deciso il caso *Barclays Bank plc v British & Commonwealth Holdings plc*.¹¹⁷

In tale circostanza, Caledonia Investment plc, il principale azionista della British & Commonwealth Holding aveva intenzione di dismettere la propria partecipazione nella società. La vendita dei titoli partecipativi sul mercato non sarebbe stata affatto vantaggiosa né per l'azionista né per la società, a causa della conseguente diminuzione del valore delle azioni. Tuttavia, la società non era in grado di riscattare tutte le azioni in una sola volta a causa dei limiti imposti dalla *section 162*¹¹⁸ per l'acquisto di azioni proprie.

¹¹⁶ Tale principio è stato istituito dalla sentenza del caso *Holders Investment Trust Lts, Re* [1971] 2 All. E.R. 289. Il caso in questione attiene alla riduzione del capitale azionario della società convertendo il 5% delle azioni preferenziali con il 6% di azioni con rimborso non garantito. La corte si rifiutò di confermare la riduzione non fu in grado di dimostrare che si trattava di un'operazione equa nei confronti dei titolari delle azioni privilegiate. Sebbene la maggioranza dei titolari delle azioni privilegiate aveva votato in maniera favorevole alla riduzione di capitale, questi erano anche detentori di azioni ordinarie e, votando, avevano agito in funzione degli interessi di cui erano portatori come soci ordinari. Pertanto, il fatto che i titolari delle azioni privilegiate avessero votato a favore della riduzione di capitale aveva scarsa importanza in assenza di prove che attestassero che essi avevano agito in buona fede. Tale sentenza è commentata da M. L.VITALI, *Classes of Shares and Shares Redemption in Italian and UK Company Law: the Peculiar Case of Redeemable Shares*, *Electronic Journal of Comparative Law*, 2006, <http://www.ejcl.org>

¹¹⁷ *Barclays Bank plc v British & Commonwealth Holdings plc* [1996] 1 BCLC 1. Questo caso è particolarmente importante in quanto fornisce anche una definizione di assistenza finanziaria. La Corte d'appello ha stabilito infatti che "*the assistance needs to be financial in nature and that it has to amount to help as opposed to mere-cooperation.*". Per ulteriori approfondimenti è opportuno citare K. DAWSON, *Option agreement*, *Company Lawyer*, 1997.

¹¹⁸ Section 690 del Companies Act 2006 - Power of limited company to purchase own shares- in base al quale «(1) A limited company having a share capital may purchase its own shares (including any redeemable shares), subject to: (a) the following provisions of this Chapter, and (b) any restriction or prohibition in the company's articles; (2) A limited company may not purchase its own shares if as a result of the purchase there would no longer be any issued shares of the company other than redeemable shares or shares held as treasury shares».

Pertanto, l'operazione fu congegnata in modo tale da convertire le azioni in *redeemable shares* che sarebbero state ricattate dalla società in quattro tranche.

Al fine di garantire allo *shareholder* che sarebbe stato in grado di dismettere la propria partecipazione sociale e, quindi, di recuperare il capitale investito nella società, fu concessa a questi l'opzione di vendere le proprie azioni a un'altra società, la Tindalk Ltd, costituita *ad hoc* e supportata finanziariamente da sei banche.

Le banche richiesero come garanzia che la società emittente sottoscrivesse un contratto in base al quale si impegnava a mantenere inalterato un determinato valore dei suoi assets.

Veniamo agli eventi: dopo che le prime due *tranche* furono riscattate dalla società emittente, la Caledonia Investment esercitò il proprio diritto di opzione nei confronti della Tindalk. Nel frattempo, le banche, che avevano perso rilevanti somme di denaro, dato che le azioni che la società Tindalk adesso possedeva avevano uno scarso valore, decisero di chiamare in causa la società emittente, la British & Commonwealth Holding, lamentando, tra l'altro, che vi era stata una rottura del vincolo contrattuale dal momento che la società non aveva mantenuto il valore degli asset concordato.

Dal canto suo, la società si opponeva alle richieste delle banche, facendo leva sull'argomento che l'accoglimento delle relative richieste avrebbero avuto l'effetto di costringere la società a violare una serie di principi posti a protezione del capitale sociale.

La domanda che si poneva per la risoluzione del caso di specie era se la section 178(2) del Companies Act del 1985 imponesse di esperire un'azione ai danni della

società e, in particolare, se i danni fossero effettivamente stati causati dall'impossibilità della società di procedere al riscatto delle azioni.

Si pronunciarono sul caso il giudice Herman J prima, e la Corte d'appello poi, interpretando il disposto della *section 178 (2)* in maniera restrittiva.

In particolare, la Corte d'appello, presieduta dal giudice Aldous LJ stabilì che, fini dell'applicabilità della *section 178 (2)* del *Companies Act* del 1985 e, quindi, per stabilire se una società possa essere dichiarata responsabile per i danni causati dal mancato riscatto delle azioni, è necessario valutare, caso per caso, se vi sia stato effettivamente un colpevole mancanza del riscatto di azioni e, in caso di risposta positiva, se i danni lamentati dal ricorrente siano stati prodotti da tale mancanza. Nel caso in oggetto, il giudice rilevò che i danni di cui il ricorrente richiedeva il risarcimento si riferivano, nello specifico, alla violazione del vincolo contrattuale, non a danni riconducibili al mancato riscatto a opera della società.

Ovviamente, l'azione promossa per l'accertamento della violazione del vincolo contrattuale rendeva necessario prendere in considerazione il costo sorto a causa del fallimento del riscatto di azioni, ma ciò all'esclusivo scopo di accertare il valore della perdita dovuta alla rottura del suddetto vincolo.

Il giudice concluse rilevando che, anche ove i danni risarcibili per il mancato rispetto del contratto, nel caso di specie fossero risultati equivalenti a quelli causati dal mancato riscatto delle azioni, ciò non sarebbe stato indice del fatto che i danni fossero direttamente riconducibili a tale evento¹¹⁹.

¹¹⁹ Aldous LJ stabilì che: «... *to decide whether a company is excused liability to pay damages [under s 178(2)], the court should ask itself whether there has been a failure to redeem, if so, are the claimed damages in respect of that failure, in the sense of being damages recoverable because of the failure to redeem? ... The damages the plaintiffs seek are compensation for breach of the covenants ... of the option agreement; not compensation in respect of the failure to redeem. No doubt the action for breach of covenant will necessitate enquiry as to the cost of the failure to*

In caso di mancato riscatto delle azioni da parte della società, inoltre, alcune pronunce giurisprudenziali hanno sancito il principio per cui i titolari delle azioni riscattabili possono, in base all'art. 122 dell'*Insolvency Act* del 1986, per far valere il diritto al riscatto all'interno della procedura di liquidazione.

Se la società entra in fase di liquidazione e, alla data di inizio della procedura di liquidazione, non adempie ad un'obbligazione di riscatto che scade prima dell'inizio di tale procedura, i diritti del detentore delle azioni riscattabili possono essere fatti valere all'interno della procedura fallimentare. In particolare, il titolare delle azioni riscattabili, può soddisfarsi sul patrimonio della società in liquidazione dopo che siano stati soddisfatti creditori e titolari di azioni privilegiate di rango superiore rispetto a quello delle azioni che devono essere riscattate, ma prima dei titolari delle azioni ordinarie.

Tuttavia, tale possibilità è inibita se tra la data di scadenza dell'obbligo di riscatto e quella di inizio della procedura di liquidazione, *“could not lawfully have made a distribution equal in value to the price at which the shares were have been redeemed”*.

8. Effetti e conseguenze dell'acquisto di azioni.

L'esercizio del potere di riscatto ha importanti ricadute sulle risorse finanziarie della società, il più significativo dei quali si rinviene nella circostanza per cui le

redeem the shares, but that is only for ascertaining the value of the loss for breach of the covenant ... it may be that the damages will be equivalent to the damages for failure to redeem, but that does not mean that the damages are in respect of the failure to redeem».

azioni riscattate vengono automaticamente annullate e di riflesso il capitale sociale ridotto per una cifra corrispondente al loro valore nominale complessivo¹²⁰.

Con specifico riferimento alle public companies, le *redeemable shares* possono essere riscattate solo facendo ricorso ai *distributable profits* della società o tramite l'emissione di nuove azioni, finalizzata specificamente al riscatto.

Da un punto di vista contabile, secondo quanto stabilito dalla *section 733* del *Companies Act 2006*, poiché il riscatto dà necessariamente luogo ad annullamento delle azioni riscattate, (i) qualora le risorse utilizzate a servizio dell'operazione siano tratte dai *distributable profits*, allora il valore nominale complessivo delle azioni annullate, e quindi corrispondente alla riduzione del capitale sociale, verrà imputato a riserva da riscatto azionario, la cc.dd. *capital redemption reserve*, mentre (ii) qualora le risorse utilizzate a servizio del medesimo siano tratte, in tutto o in parte, da un aumento di capitale appositamente deliberato e sottoscritto per finanziare il riscatto¹²¹ e tali risorse siano inferiori al valore nominale complessivo delle azioni riscattate annullate, allora tale differenza verrà imputata a riserva da riscatto azionario.

La *capital redemption reserve* è una riserva statutaria creata, appunto, quando le *redeemable shares* sono emesse senza reintegrare il capitale sociale emettendo nuove azioni. Essa è soggetta, quanto all'eventuale distribuzione ai soci, alle medesime norme di garanzia previste per la riduzione volontaria del capitale sociale¹²².

¹²⁰ Section 688 - Redeemed shares treated as cancelled. "Where shares in a limited company are redeemed (a) the shares are treated as cancelled, and (b) the amount of the company's issued share capital is diminished accordingly by the nominal value of the shares redeemed".

¹²¹ cfr. la section 687 (2) CA 2006

¹²² cfr. la section 733 CA 2006

9. Adempimenti pubblicitari conseguenti al riscatto di azioni.

La section 689¹²³ del Companies Act disciplina le formalità pubblicitarie relative all'avvenuto riscatto ("*Notice to registrar of redemption*"). A mente di tale norma, entro un mese dal riscatto delle *redeemable shares*, la società emittente è tenuta a iscrivere l'avvenimento nel registro delle imprese, unitamente all'indicazione del numero complessivo delle azioni riscattate. Tale iscrizione deve essere accompagnata da una relazione sulla situazione patrimoniale dell'impresa, c.d. *statement of capital*, la quale descrive la composizione del capitale sociale a seguito dell'esercizio del riscatto. In particolare essa illustra:

- (a) Il numero totale delle azioni della società;
- (b) Il valore nominale complessivo di tali azioni;
- (c) Inoltre, deve indicare per ogni singola classe di azioni:
 - (i) i diritti particolari di cui le azioni sono portatrici;
 - (ii) il numero totale delle azioni di una determinata classe;
 - (iii) il valore nominale complessivo delle azioni di una stessa classe.

¹²³ A mente della subsection (3) di tale norma, i dati da iscriversi relativi al nuovo capitale devono includere «(a) *the total number of shares of the company*, (b) *the aggregate nominal value of those shares*, (c) *for each class of shares: (i) prescribed particulars of the rights attached to the shares, (ii) the total number of shares of that class, and (d) the amount paid up and the amount (if any) unpaid on each share (whether on account of the nominal value of the share or by way of premium)*». Tale previsione è coerente con quanto disposto dall'art.39, comma 1, lettera h) della Seconda direttiva CEE in base al quale «*il riscatto è oggetto di pubblicità effettuata secondo le modalità previste dalla legislazione di ciascuno stato membro, in conformità dell'art.3 della direttiva 68/151/CEE*».

Il mancato rispetto delle norme riguardanti gli adempimenti pubblicitari costituisce un illecito da parte della società e ogni suo “*officer*”¹²⁴. In particolare, la violazione di tali norme comporta l’applicazione di sanzioni pecuniarie.

¹²⁴ La definizione di officer è fornita dalla section 1121 (2) del Companies Act in base al quale per “officer” si intende qualsiasi direttore, manager e qualsiasi persona ricopra una posizione manageriale all’interno della società. L’officer è considerato responsabile, e quindi punibile, se autorizza, consente, partecipa o non si dimostra in grado di prevenire la violazione della norma.

CAPITOLO SECONDO

LE AZIONI RISCATTABILI NELL'ORDINAMENTO

ITALIANO

1. Introduzione.

L'art. 2437-*sexies*, inserito nel codice civile dalla riforma del diritto societario del 2003, ha introdotto definitivamente nell'ordinamento italiano la disciplina delle azioni riscattabili.

La particolarità delle azioni riscattabili, che porta a distinguerle dalle altre azioni, risiede nella circostanza che esse sono assoggettate, al verificarsi di determinate condizioni o circostanze, al potere di riscatto della società o dei soci.

Il legislatore ha, in tal modo, dato attuazione all'art.39 della Seconda Direttiva che aveva previsto tale disciplina come solo eventuale e facoltativa per gli stati membri¹²⁵.

¹²⁵ In base alla Direttiva 79/91 del Consiglio, del 13 dicembre 1976, art. 39: «Qualora la legislazione di uno Stato membro autorizzi le società ad emettere delle azioni riscattabili, essa stabilisce per il riscatto di tali azioni almeno il rispetto delle condizioni seguenti:
a) il riscatto deve essere autorizzato dallo statuto o l'atto costitutivo prima della sottoscrizione delle azioni riscattabili;
b) queste azioni devono essere interamente liberate;
c) le condizioni e le modalità del riscatto sono fissate dallo statuto o dall'atto costitutivo;
d) il riscatto può essere effettuato soltanto con le somme distribuibili in conformità dell'art. 15, paragrafo 1 o con i proventi di una nuova emissione effettuata per tale riscatto;
e) un importo pari al valore nominale o, in mancanza di valore nominale, al valore contabile di tutte le azioni riscattate deve essere incorporato in una riserva che non può essere distribuita agli azionisti, tranne in caso di riduzione del capitale sottoscritto; questa riserva può essere utilizzata solo per aumentare il capitale sottoscritto mediante incorporazione di riserve;
f) la lettera e) non si applica quando il riscatto è avvenuto mediante i proventi di una nuova emissione effettuata ai fini di tale riscatto;
g) quando, in seguito al riscatto, è previsto il versamento di un premio agli azionisti, tale premio può essere prelevato soltanto dalle somme distribuibili in conformità dell'art. 15, paragrafo 1, o da una riserva diversa da quella di cui al punto e) che non può essere distribuita agli azionisti, tranne in caso di riduzione del capitale sottoscritto; questa riserva può essere utilizzata solo per aumentare il capitale sottoscritto mediante incorporazione di riserve, per coprire le spese di cui all'

Le azioni riscattabili assolvono alla funzione primaria di preservare il controllo corporativo dell'ente emittente. Esse costituiscono in tal senso un'importante strumento di «*personalizzazione*» della società¹²⁶. La previsione statutaria di meccanismi di riscatto azionario, infatti, può assumere la funzione di regolare peculiari rapporti tra società e soci, così garantendo la stabilità della prima una volta che tali rapporti di natura extra-sociale siano terminati¹²⁷.

A titolo esemplificativo, si pensi alla emissione di azioni che vengano offerte ai dipendenti e che saranno soggette al riscatto da parte della società, ad esempio, nel momento in cui cessi il rapporto di lavoro subordinato con essa o che, come esplicitamente previsto dall'art. 2349 c.c., siano più semplicemente sottoposte a «...*eventuali cause di decadenza o di riscatto*».

art. 3, lettera j) o quelle delle emissioni di azioni o di obbligazioni o per effettuare il versamento di un premio a favore dei detentori delle azioni o delle obbligazioni da riscattare;
h) il riscatto è oggetto di pubblicità effettuata secondo le modalità previste dalla legislazione di ciascuno Stato membro, in conformità dell' art. 3 della Direttiva 68/151/CEE».

¹²⁶ In tal senso le osservazioni di L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano, 1995, p. 3 e ss. la quale – ancora sotto il vigore della precedente disciplina che, non contemplava le azioni riscattabili – sottolineava la funzione di personalizzazione della società assunta dalle azioni riscattabili affermando che «*in contrapposizione alle caratteristiche proprie della società per azioni e alla progressiva “spersonalizzazione” e “capitalizzazione” della sua struttura organizzativa, si è accentuato il ruolo della persona e della partecipazione della stessa alla società...In particolare, attraverso la clausola di riscatto (inserita nello statuto in sede di costituzione o durante la vita della società) o attraverso patti extrastatutari di riscatto, i soci introducono un meccanismo in virtù del quale, al verificarsi di determinate condizioni, la società (per sé o per un terzo), oppure i soci o un terzo possono (o debbono) “riscattare” la partecipazione del socio o dei soci in ordine ai quali le condizioni stesse si siano verificate: in tal modo garantendo la stabilità dell’assetto della compagine sociale. Mediante tali clausole e/o accordi inter partes la società per azioni, istituzionalmente caratterizzata dalla piena libertà di circolazione delle partecipazioni, e quindi dalla (potenzialmente) continua alternanza dei soci, è andata sempre più trasformandosi – alla luce della emergente combinazione di interessi: quello all’uso di uno schema organizzativo che consenta di beneficiare della responsabilità limitata e di fruire dei vantaggi (di funzionamento) capitalistici, per un verso; e quello al maggiore rilievo delle caratteristiche personali dei soci, per altro verso – in una struttura chiusa, tesa ad impedire l’ingresso di terzi estranei e, soprattutto, ad evitare ingiustificate ed ostili prese di controllo»;* nello stesso senso, C. ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, p. 208, per il quale con la clausola di riscatto «*ci si propone l’intento di collegare il possesso azionario con una particolare posizione del socio, specialmente quella di dipendente della società*».

¹²⁷ La Relazione al D.lgs. 6/2003 recante la riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della Legge 3 ottobre 2001, n. 366. Cit. par. 4.2. «*si sono rivelate di particolare utilità soprattutto in circostanze come quelle in cui la partecipazione del socio si spiega alla luce di rapporti extrasociali, per esempio di lavoro o di fornitura*».

Un tratto caratterizzante l'istituto delle azioni riscattabili è rappresentato dalla peculiare architettura della sua disciplina. L'art.2437-*sexies* stabilisce, infatti, che *“Le disposizioni degli artt. 2437-ter e 2437-quater si applicano, in quanto compatibili, alle azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci. Resta salva in tal caso l'applicazione della disciplina degli artt. 2357 e 2357-bis”*.

Si tratta di una norma peculiare per varie ragioni: in primo luogo, per la sua collocazione sistematica, essendo inclusa nella Sezione X del capo V del quinto libro¹²⁸ dedicato alle modificazioni statutarie e non, invece, nell'ambito della disciplina delle azioni. In secondo luogo per la tecnica legislativa adottata, caratterizzata da una serie di rinvii a disposizioni attinenti a istituti diversi quali il diritto di recesso e l'acquisto di azioni proprie ad opera della società. Infine, per la sua estrema sinteticità che lascia irrisolti molteplici problemi interpretativi.

¹²⁸ In una bozza di articolato della riforma del diritto societario, la disciplina delle azioni riscattabili era regolata dall'art. 2351-ter insieme alle altre disposizioni dedicate alle azioni. L'originaria formulazione della norma prevedeva che «1. Se l'atto costitutivo lo consente possono essere emesse, in misura non superiore al quarto del capitale sociale, azioni riscattabili su richiesta della società emittente, dei titolari di queste azioni o di entrambi. L'atto costitutivo determina le condizioni e le modalità del riscatto. 2. Le azioni riscattabili devono essere interamente liberate al momento della sottoscrizione. 3. La società non può riscattare le azioni se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato, ovvero mediante i proventi di una nuova emissione di azioni effettuata per il riscatto. Se non esistono utili distribuibili o riserve disponibili e non si procede ad una nuova emissione di azioni per finanziare il riscatto, esso può avvenire soltanto nel rispetto delle disposizioni sulla riduzione del capitale esuberante ovvero, qualora l'atto costitutivo lo consenta e nel rispetto delle modalità ivi previste, mediante acquisto delle azioni da parte di un socio o di un terzo. 4. Qualora il riscatto avvenga nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato, una riserva indisponibile pari all'importo del valore nominale o, in mancanza, del valore contabile delle azioni riscattate iscritto all'attivo del bilancio deve essere costituita e mantenuta finché le azioni non siano trasferite o annullate.».

2. Le azioni riscattabili nel diritto italiano prima della riforma del 2003: la normativa comunitaria e gli interventi di dottrina e giurisprudenza.

Prima della riforma del diritto societario, il legislatore italiano avrebbe potuto orientarsi, per la disciplina dell'istituto delle azioni riscattabili, guardando all'esperienza comunitaria.

Le azioni riscattabili, sin dagli anni Settanta, trovavano, infatti, espressa regolamentazione nella normativa comunitaria, specificamente nell'art.39 della Seconda direttiva in materia di società per azioni (77/91/CEE del 13 dicembre 1976¹²⁹).

Ciò nonostante, il codice civile italiano, prima della riforma del 2003, dedicava all'istituto il solo fugace cenno contenuto nell'art.2357-bis c.c., laddove si stabiliva la possibilità di non applicare le ordinarie limitazioni, di cui all'art.2357 c.c., al riscatto di azioni attuato *“in esecuzione di una delibera dell'assemblea di riduzione del capitale”*.

E' significativo rilevare che l'eccezione prevista dalla normativa comunitaria era, ed è tuttora, di più ampia portata rispetto a quella di cui ha fatto uso il legislatore italiano nella regolamentazione dell'acquisto di azioni proprie.

L'art. 20 della Seconda direttiva europea lascia, infatti, ai singoli Stati membri la facoltà di disporre la non applicazione delle disposizioni limitative dell'acquisto di azioni proprie, di cui all'art.19 «a) *alle azioni acquisite in esecuzione di una*

¹²⁹ Recepita in Italia dal D.P.R. 10 febbraio 1986 n.30, su cui G. FERRI, *La seconda direttiva comunitaria in materia di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1977, p. 58 ss.; G. MARASANA', *La seconda direttiva CEE in materia di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, p. 677.

decisione di riduzione del capitale sociale o nei casi di cui all'art.39¹³⁰». La deroga comunitaria, quindi, non è limitata all'ipotesi in cui la società acquisti o riscatti le proprie azioni a seguito della deliberazione di riduzione volontaria del capitale, essendo, al contrario, espressamente prevista anche per il caso in cui l'acquisto delle azioni sia effettuato «a norma dell'art. 39», cioè a seguito di riscatto non connesso ad alcuna riduzione del capitale.

Al contrario, il legislatore italiano, all'art. 2357-bis c.c., ha circoscritto l'eccezione alle ordinarie limitazioni di cui all'art. 2357 c.c. alle sole operazioni finalizzate *«all'esecuzione di una deliberazione di riduzione del capitale sociale, da attuarsi mediante riscatto e annullamento delle azioni»,* così restringendo significativamente l'ambito di legittimazione dell'istituto alle sole ipotesi di riscatto “finalizzato”.

In assenza di una disposizione di legge nazionale e in mancanza dell'attuazione dell'art. 39 della Seconda direttiva comunitaria, e quindi in assenza di una norma che espressamente contemplasse *«in termini generali il riscatto di azioni e/o la previsione di azioni riscattabili»,* agli inizi degli anni Ottanta, la dottrina si interrogava in ordine alla possibilità di riconoscere *«l'ammissibilità e la validità di un riscatto convenzionale, statutario ed extra statutario, non finalizzato alla riduzione del capitale sociale».*¹³¹ Il dubbio era generalmente risolto in maniera positiva¹³². Diversi erano gli argomenti addotti a sostegno di tali conclusioni.

¹³⁰ Il nuovo art. 22 della direttiva 2012/30/UE dispone, in modo identico, che gli Stati membri possono non applicare i limiti previsti dal nuovo art. 21 per l'acquisto di azioni proprie *«nei casi di cui all'art.43»* della stessa direttiva (ossia in ipotesi di acquisto conseguente all'esercizio del riscatto ivi previsto).

¹³¹ Cit. L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano, 1999, p. 3.

¹³² Tra gli autori che si sono espressi a favore della previsione di clausole di riscatto, prima della riforma del diritto societario si ricordano: L. CALVOSA, *Clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti e divieto dei patti successori*, in *BBTC*, 1996, p. 164 ss; L. CALVOSA, *Clausole di riscatto di azioni e divieto dei patti successori*, in *BBTC*, I, 1992, p. 635 ss; L. CALVOSA,

Alcuni facevano leva sull'assenza di principi o disposizioni inderogabili che vietassero la possibilità che lo statuto prevedesse uno strumento atto a privare il socio delle proprie azioni¹³³; altri si basavano sulla semplice constatazione della meritevolezza della fattispecie alla luce degli obiettivi perseguibili¹³⁴. Altri ancora si fondavano sulla debolezza della c.d. "dottrina dei diritti individuali del socio", posto che il diritto societario non contemplava alcun diritto alla conservazione alla qualità di socio su cui il riscatto di azioni inciderebbe¹³⁵.

La fattispecie veniva concepita, dalla stessa dottrina, in maniera piuttosto ampia. Il riscatto azionario era descritto come un meccanismo di origine pattizia articolato in

L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento, in *Riv. dir. comm.*, 2006, p. 195 ss; L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995; L. CALVOSA, *Morte del socio, clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti e divieto dei patti successori*, in *BBTC*, 1993, p. 635 ss; C. ANGELICI, *La circostanza della partecipazione azionaria*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 1991, p. 208; G. PRESTI, *Le clausole di "riscatto" nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1983; G. B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie*, in *Riv. Soc.*, 1982, p. 401. Prima della riforma, la giurisprudenza ha esaminato la clausola di riscatto con riguardo a fattispecie in cui essa era associata ad azioni con prestazioni accessorie: sul punto, Trib. Milano, 12 dicembre 1982, in *Società*, 1985, p. 971; Trib. Genova, 3 gennaio 1986, in *Società*, 1986, p. 411; Trib. Milano, 14 luglio 1988, in *Borsa, borsa*, 1991, p. 106; Trib. Roma, 19 marzo 1998, in *Società*, 1998, p. 1185.

¹³³ In tal senso, tra gli altri, G. PRESTI, *Le clausole di "riscatto" nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.* 1983, p. 401; G. CARCANO, *Riscatto di azioni riscattabili*, in *Banca, borsa*, 1983, p. 515.

¹³⁴ In tal senso, C. ANGELICI *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, p. 208, per il quale, con la clausola di riscatto «ci si propone l'intento di collegare il possesso azionario con una particolare posizione del socio, specie quella di dipendente della società».

¹³⁵ Ad esempio, secondo attenta dottrina, indagando il fondamento del riscatto azionario, attraverso l'analisi degli istituti che ricorrono al riscatto nell'ambito del diritto civile, in quello del diritto amministrativo e della legislazione speciale è possibile identificazione elementi comuni a tutte le figure di riscatto e, quindi, concludere nel senso dell'esistenza di una piattaforma normativa condivisa da ciascuno di essi. In considerazione della comunanza di tali regole e istituti tipici, riteneva che esse fossero applicabili analogicamente anche a figure atipiche, che presentassero gli elementi caratteristici ricorrenti in tale meccanismo. Gli elementi ricorrenti nelle varie tipologie di riscatto consistevano principalmente nell'idoneità dell'istituto (i) a costituire elemento accessorio di qualsiasi schema negoziale; (ii) a dotare questi ultimi dei connotati tipici dei rapporti potestativi, con la conseguenza che l'interesse ritenuto prevalente da una disposizione di legge o per effetto di una convenzione tra le parti, si sarebbe realizzato senza la collaborazione del titolare della posizione di soggezione; (iii) a conseguire infine, con efficacia *ex nunc*, un effetto estintivo, incidente sul rapporto sottostante cui il riscatto accede e uno modificativo-costitutivo, ricadente su un diritto che trova origine o che si trasferisce in capo alla parte riscattante.

Sulla base di questi presupposti, la dottrina in esame giungeva a considerare legittime le clausole di riscatto azionario, sia quando le stesse erano previste dallo statuto, sia nel caso di loro successiva introduzione *durante societate*, per effetto di una delibera assunta dall'assemblea. L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, p. 147 ss.

modo tale da attribuire alla società o ai soci, il potere, o anche l'obbligo, di determinare, per effetto del suo esercizio, il trasferimento delle azioni.

Una siffatta nozione ricomprende sia i casi di azioni soggette al riscatto, sia ipotesi di azioni connotate da forme di riscatto obbligatorio, incorporanti cioè il diritto di imporre alla società o agli altri soci il riscatto delle proprie azioni.

Sul piano della disciplina, questa dottrina riteneva che fosse applicabile la normativa contemplata dal codice civile con riferimento al tema della vendita con patto di riscatto.

Più limitato è stato invece sul tema il contributo giurisprudenziale.

Prima della riforma del 2003, la giurisprudenza ha esaminato la clausola di riscatto con riguardo a fattispecie in cui essa veniva associata ad azioni con prestazioni accessorie con riferimento alle quali il riscatto veniva previsto quale sanzione all'inadempimento¹³⁶.

Il primo provvedimento che ha avallato l'ammissibilità di clausole di riscatto di azioni è stata una sentenza della Corte di Appello di Milano del 14 Luglio 1982. Nel caso di specie un socio aveva impugnato una sentenza del Tribunale di Milano per la mancata omologazione di uno statuto che includeva la clausola di riscatto. La clausola oggetto delle censure era formulata in modo tale da legittimare la società all'esercizio del riscatto di azioni con prestazioni accessorie, attribuite a un proprio dipendente, per il caso di inadempimento di quest'ultimo nei confronti degli obblighi assunti verso la società.

Con la succitata sentenza si sanciva l'ammissibilità della clausola di riscatto, omologando la delibera modificativa dello statuto sociale. Il collegio giudicante, in

¹³⁶ Tra le sentenze che decretano la legittimità della clausola di riscatto a favore della società in caso di inadempimento delle prestazioni accessorie è opportuno citare: Trib. Genova, 3 gennaio 1986, in *Società*, 1986, p. 411; Trib. Milano, 14 luglio 1988, in *Borsa, Borsa, titoli di credito*, 1991, p. 106.

particolare, riteneva che i diritti individuali dei soci dovessero ritenersi rispettati sia in presenza di previsioni statutarie dirette a differenziarne la disciplina rispetto al trattamento riservato agli altri soci, essendo tale particolare trattamento giustificato dalla peculiare tipologia di partecipazione azionaria detenuta dai soci; sia in ragione dell'assoggettamento di tali diritti individuali al principio maggioritario. Un'esigenza di tutela della posizione dei soci, infatti, si sarebbe posta esclusivamente in caso di *“uso distorto dei poteri statutari da parte della collettività dei soci”* e quindi nell'ipotesi in cui si fosse ricorsi al riscatto in modo strumentale, al fine di conseguire il solo obiettivo dell'espropriazione della partecipazione azionaria. Si sosteneva, inoltre, che l'individuazione da parte dello statuto del presupposto del riscatto nell'interruzione del rapporto di lavoro era da ritenersi coerente con l'esigenza di protezione dell'interesse sociale perseguita tramite l'emissione di azioni con prestazioni accessorie.

Secondo la ricostruzione dei giudici, infine, la mancata introduzione, da parte del legislatore nazionale, delle previsioni contenute nell'art.39 della Seconda Direttiva, non era da ritenersi determinante per sancire l'illegittimità delle azioni riscattabili, posto che la norma comunitaria aveva già ampiamente sancito la compatibilità dell'istituto con le regole e i principi delle società per azioni.

3. L'attuale configurazione delle azioni ricattabili.

Le azioni riscattabili vengono laconicamente definite dal codice civile come «azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto prevede un potere di riscatto da parte della società o dei soci».

Tale disposizione normativa pone una serie di questione di non facile soluzione da parte degli interpreti in quanto: da un lato, contiene una disciplina piuttosto scarna non preoccupandosi né di chiarire in cosa si sostanzi il potere di riscatto, né di illustrare quale sia la relazione esistente tra potere e riscatto; dall'altro non specifica cosa si verifica una volta che il riscatto venga esercitato, anche se è dato di supporre che esso comporti un trasferimento delle azioni, e non dice come tale trasferimento si realizzi, cioè non è immediato comprendere se la volontà di chi risulta destinatario del riscatto abbia un ruolo in tale vicenda. Infine, non è chiaro se sia consentito ai soci e in quale misura di variare gli elementi essenziali della

Tuttavia, l'art. 2437-*sexies* c.c. permette di individuare i due elementi essenziali e interconnessi su cui si fonda la nozione di "azioni riscattabili": il "riscatto" e il "potere".

3.1. Il riscatto.

L'art.2437-*sexies* c.c. introduce espressamente nell'ordinamento una forma di riscatto convenzionale¹³⁷ "non finalizzato", dove per convenzionale si intende l'emissione di azioni riscattabili risultante da un accordo dei soci nell'esercizio dell'autonomia statutaria; e per "non finalizzato" la circostanza per cui il riscatto esercitato ad opera della società non comporta necessariamente una riduzione del suo capitale sociale.

Si capisce, pertanto, l'esclusione di alcune funzioni perseguibili attraverso l'istituto, quali quella di assicurare ai soci, in particolare a quelli di minoranza, la

¹³⁷ Altra ipotesi di riscatto convenzionale è quella contemplata dall'art. 2349 cc, il quale disciplina l'assegnazione ai dipendenti della società di strumenti finanziari, stabilendo che la relativa delibera di emissione possa anche prevedere cause di riscatto la cui articolazione è lasciata all'autonomia delle parti.

libertà di trasferire le proprie azioni o di manifestare il proprio dissenso a decisioni assunte dalla maggioranza. Questi obiettivi sono perseguiti dal legislatore attraverso il ricorso a diverse figure, assimilabili sotto certi profili all'art.2437-*sexies* c.c., dirette a dare impulso al procedimento di liquidazione delle azioni.

Inoltre, le azioni riscattabili, così configurate dall'art.2437-*sexies* c.c., disegnano un meccanismo consistente nel richiamo da parte dell'emittente delle proprie azioni non diretto alla riduzione del capitale sociale.

Infatti, il diritto di riscattare azioni è attribuibile sia ai soci che alla società e, nel caso in cui sia riconosciuto in capo a quest'ultima, il suo esercizio si concretizza in un atto autoritativo non necessariamente destinato a concludersi con l'annullamento delle azioni. Al contrario, il riscatto finalizzato alla riduzione del capitale è un atto esecutivo esercitabile dalla sola società.

La dottrina ante-riforma, in assenza di una specifica disposizione che regolasse l'istituto delle azioni riscattabili, nel ricostruirne la disciplina faceva riferimento ad altri istituti già contemplati dall'ordinamento.

Una parte della dottrina proponeva di ricondurre la nozione di riscatto di cui all'art. 2437-*sexies* c.c. alla fattispecie della *vendita con patto di riscatto* disciplinata dagli artt.1500 ss. c.c.¹³⁸.

La vendita con patto di riscatto è stata configurata, a seconda dei casi, o come una condizione risolutiva comportante l'eliminazione retroattiva degli effetti del

¹³⁸ S. CARMIGNANI, *Art.2437-sexies*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, vol. 2, t. II, Torino, 2003: l'autore accosta il riscatto di azioni alla compravendita affermando che esso si tradurrebbe in un «meccanismo tecnico –procedimentale di stipulazione, da parte della società o dei soci, di un contratto di compravendita di azioni in seguito a un patto di opzione tra azionista e società-soci, subordinato al verificarsi della condizione sospensiva costituita dal venir meno di determinate caratteristiche personali».

contratto di compravendita¹³⁹, o come proprietà a termine¹⁴⁰ o risolubile¹⁴¹, oppure, ancora, come vicenda ri-traslativa uguale e contraria rispetto alla vendita originaria del bene comportante un ulteriore scambio tra le parti a fronte della restituzione del prezzo¹⁴².

Invece, l'art.2437-*sexies* non configura il riscatto di azioni presupposto come un ri-trasferimento dei titoli, se con tale espressione vuole intendersi che le azioni, una volta riscattate, tornino nella titolarità del soggetto che le ha inizialmente cedute. Infatti, non si assiste necessariamente alla produzione di un effetto ripristinatorio dello status quo ante. Ciò dipende dal contesto normativo nel quale si realizza la traslazione: in primo luogo, le previsioni dello statuto che potrebbero impedire un ri-trasferimento delle azioni in capo all'emittente; in secondo luogo, dalla circostanza che permette alle azioni riscattabili di essere trasferite, a meno della presenza di specifici presidi che lo limitino, ad altri soci o a terzi: in questo caso il

¹³⁹ Sul punto, L. COVIELLO, *Sull'indole giuridica del patto di riscatto nella vendita di immobili*, in *Giuri. It.*, 1985, I, 1, p. 593 ss; più di recente, A. DE MARTINI, *Profili della vendita commerciale e del contratto estimatorio*, Milano, 1950; P. GRECO – G. COTTINO, *Della vendita (art.1470-1547)*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1981. La giurisprudenza maggioritaria si esprime in questo senso: così, Cass, 3 luglio 1980, n. 4254, in *Giust. Civ. (Mass.)*, 1980, per la quale «Il patto di riscatto, inteso come condizione risolutiva potestativa della vendita il cui avveramento è rimesso alla libera determinazione del venditore e produce l'immediato ritorno della proprietà della cosa al medesimo senza il bisogno di una manifestazione di volontà del compratore, anzi contro la sua volontà, è valido ed efficace anche se stipulato con atto separato da quello di vendita purché costituisca l'espressione di un'unica volontà negoziale già maturata, sia con riguardo alla vendita, sia con riguardo alla costituzione del diritto di riscatto, fin dal momento della stipula dell'atto relativo alla vendita». Con riferimento alla giurisprudenza di merito che si è espressa sul punto è opportuno citare: Trib. Napoli 21 maggio 2003, in *Giur. Merito*, 2003, 1734, dove si afferma che «la vendita con patto di riscatto, stipulata tra debitore e creditore, la quale risponda all'intento delle parti di costituire una garanzia con attribuzione irrevocabile del bene al creditore in caso di inadempimento del debitore, è nulla anche quando implichi un trasferimento effettivo della proprietà con condizione risolutiva».

¹⁴⁰ G. GORLA, *La compravendita e la permuta*, in *Trattato di dir. civ.*, diretto da Vassalli, 1962, pp. 304; L. BARASSI, *Proprietà e comproprietà*, Milano, 1951.

¹⁴¹ A. C. PELOSI, *La proprietà risolubile nella teoria del negozio condizionato*, Milano, 1975.

¹⁴² Questa qualificazione del patto di riscatto è propria degli orientamenti che lo qualificano come "opzione di retrovendita" o come ipotesi di "acquisto coattivo di diritti reali": sul punto G. GABRIELLI, *Il rapporto giuridico proprietario*, Milano, 1974, in cui l'autore parte dal dato storico della confondibilità tra riscatto e *pactum de retrovendendo* per argomentare la propria tesi sul dato letterale, posto che l'art.1550 c.1 c.c. utilizzerebbe l'espressione «riavere» la proprietà; il che presupporrebbe la produzione di una nuova vicenda traslativa, piuttosto che l'eliminazione di una vicenda originaria.

riscatto viene esercitato nei confronti di chi, in quel determinato momento risulti titolare.

In conclusione, quindi, le azioni riscattabili, così come definite dall'art. 2437-*sexies* c.c. costituiscono piuttosto una vicenda circolatoria che comporta il trasferimento della partecipazione in capo alla società o ai soci.

Un diverso orientamento dottrinale ha ricondotto la nozione di azioni riscattabili di cui all'art.2437-*sexies* c.c. allo schema dell'*opzione di diritto comune* regolata dall'art. 1331 c.c.¹⁴³.

Tra i due istituti è, in effetti, riscontrabile una sostanziale coincidenza delle posizioni giuridiche soggettive delle parti coinvolte le quali, in entrambi i casi, sono riconducibili alla categoria dei diritti potestativi, essendo le posizioni dell'oblato e del soggetto legittimato al riscatto riconducibili a una situazione di potestà e quelle del concedente l'opzione e del socio titolare delle azioni riscattabili a una di soggezione¹⁴⁴.

Tuttavia, il meccanismo del riscatto è privo dei caratteri propri dei negozi preparatori in cui senz'altro rientra il contratto di opzione¹⁴⁵. Quest'ultimo infatti è necessariamente collegato a un successivo negozio che costituisce, con il suo perfezionamento, la fonte esclusiva del regolamento di interessi voluto dalle parti¹⁴⁶. L'esercizio del riscatto delle azioni, invece, provoca l'immediato e

¹⁴³ In tal senso, è opportuno citare D. GALLETTI, *Art. 2437-sexies*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A.MAFFEI ALBERTI, II, Padova, 2005, pp.1635 ss.; L. STANGHELLINI, *I limiti statutari alla circolazione delle azioni*, Milano, 1997, p. 83; R. PANZARINI, *Il contratto di opzione- I. Struttura e funzioni*, Milano, 2007.

¹⁴⁴ Sulla ricostruzione diritto di opzione in termini di diritto potestativo, è opportuno citare: R. FAVALE, *Opzione, Art. 1331*, in *Codice Civile, Commentario*, Milano, 2009; E. PANZARINI, *Il contratto di opzione- I. Struttura e funzioni*, Milano, 2007.

¹⁴⁵ *I pacta preparatoria* sono oggetto dello studio di V. CALANDRA BUONAURA, *Contratti preparatorie contratti di coordinamento*, in *Riv. dir. Comm.*, 1940; G. GABRIELLI, *Il rapporto giuridico preparatorio*, Milano 1974.

¹⁴⁶ R. FAVALE, *Opzione, Art. 1331*, in *Codice Civile, Commentario*, Milano, 2009.

contestuale trasferimento delle azioni in capo al soggetto riscattante, senza che sia necessaria la conclusione di ulteriori accordi tra le parti¹⁴⁷.

All'interno del diritto societario, invece, la nozione di "riscatto di azioni" ha un carattere unitario, quale vicenda acquisitiva di azioni altrui senza collaborazione del titolare delle azioni al momento del suo esercizio.

A fronte di tale nozione unitaria del riscatto, non pare che, dal punto di vista del suo contenuto, si possa farlo coincidere con un meccanismo espropriativo¹⁴⁸.

La nozione di esproprio infatti ha un fondamento essenzialmente pubblicistico, rientrando tra gli atti c.d. "ablativi" che la Pubblica Amministrazione ha la facoltà di porre in essere per ragioni di pubblico interesse e a fronte della corresponsione di un indennizzo. Tali caratteristiche non sembra siano compatibili con la nozione di riscatto usata dal legislatore nell'ambito dell'art.2437-sexies.

3.2. L'esercizio del potere.

¹⁴⁷ M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013. Tale differenza rispetto alle azioni riscattabili è tracciabile grazie alla distinzione che la giurisprudenza ha messo in luce tra l'opzione e il contratto preliminare, quando ha affermato che, a differenza di quest'ultimo, l'opzione non necessita di una ulteriore espressione di volontà delle parti posto che «...il proponente impegnandosi a tenere ferma la sua proposta ha già prestato il consenso alla stipula del definitivo». Cfr. Appello Milano, 11 marzo 1997, in *Corr. Giur.*, 1997, p. 805 e ss. con nota di G. LOMBARDI, *E' valida l'opzione c.d. "gratuita"?* e in Appello Milano, 11 marzo 1997, in *Giur. it.*, 1998, II, p. 488, con nota di F. PERNAZZA, *Il corrispettivo nel patto di opzione tra causa e "consideration"*.

¹⁴⁸ Sono riconducibili a questo orientamento le tesi formulate in dottrina da vari autori e declinate in modo tra loro non del tutto coincidente, ma accomunate dall'enfasi attribuita al fatto che la volontà del socio soggetto al riscatto non avrebbe alcun ruolo: in questo senso si caratterizzando sia le tesi che, pur riconducendo il riscatto a un'eccezione alla regola prevista per l'acquisto di azioni proprie, ne sottolinea le differenze, proprio per la circostanza che il consenso del socio sarebbe del tutto irrilevante, si prenda in esame, ad esempio, quella espressa da M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa*, 2005; sia l'orientamento che qualifica il riscatto come uno strumento forzoso finalizzato all'acquisto unilaterale di azioni, in tal senso si veda, G. DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2437-sexies c.c.*, in *Società*, 2008; sia ancora, l'opinione di chi ha ritenuto che il riscatto di azioni si riduca a un'ipotesi di acquisto coattivo, in tal senso P. DE MARTINIS, *Le azioni riscattabili*, in *Nuova giur. Civ. comm.* 2006.

Mentre il riscatto descrive il fenomeno giuridico alla base del funzionamento dell'istituto, è il potere che finisce per caratterizzarlo.

Sotteso all'istituto delle azioni riscattabili, vi è un *rapporto giuridico potestativo* che si instaura tra il titolare delle azioni e coloro che lo statuto identifica come titolari dell'esercizio del potere di riscatto nei confronti del primo.

L'art.2437-*sexies* prevede, a tal riguardo, che le azioni siano *soggette* al potere di riscatto che lo statuto può riconoscere in capo alla società o ad altri soci. E' la stessa lettera della norma, quindi, a individuare nella situazione del socio riscattato una posizione di soggezione e a configurare, di conseguenza il potere del riscattante, socio o società che sia, in termini di *diritto potestativo*.

Una tale configurazione consente di ritenere che per l'esercizio del potere di riscatto, è sufficiente una manifestazione di volontà da parte dei soggetti legittimati a esercitarlo e consistente nella dichiarazione di riscatto. Non è richiesta, invece, dall'art.2437-*sexies*, alcuna forma di collaborazione e alcuna manifestazione di volontà del socio riscattato, la quale, peraltro, risulta già espressa *ex ante*, al momento della sottoscrizione delle azioni.

E' poi significativo che l'art.2437-*sexies* c.c., mediante il rinvio, parziale e nei limiti della compatibilità, all'istituto del recesso e in particolare all'art.2437-*ter* c.c., prescriva come unico meccanismo di protezione del socio, le cui azioni sono soggette al potere di riscatto, il diritto di contestare la valorizzazione delle azioni oggetto di riscatto. Ciò infatti, enfatizza la circostanza per cui l'unico profilo di interesse nella regolamentazione del rapporto tra riscattante e riscattato è quello economico-patrimoniale.

Il riconoscimento che le azioni riscattabili presuppongano un rapporto giuridico potestativo, ha come portato ulteriore, l'esclusione dall'ambito della fattispecie delle forme di riscatto obbligatorio, cioè di quelle forme di riscatto che prevedono il diritto o la potestà di imporre alla società o agli altri soci il riscatto delle proprie azioni. Non sembra, quindi, mutuabile nel contesto successivo alla riforma societaria, la conclusione cui era pervenuta la dottrina ante riforma¹⁴⁹.

La disciplina delle azioni riscattabili, quindi non riconosce ai titolari di queste azioni alcun potere di determinare il disinvestimento dalla compagine sociale. Questo obiettivo è perseguito, nel diritto societario, con modalità diverse, da altri istituti, a volte assimilati al ricatto, ma che si contraddistinguono per la natura e per una diversa allocazione delle posizioni giuridiche soggettive¹⁵⁰.

4. La qualificazione di azioni riscattabili come una “classe di azioni”.

Controversa è la questione se le azioni riscattabili costituiscano una classe autonoma di azioni ai sensi dell'art.2348 c.c.

L'art. 2348, comma 2 c.c., dispone che *«si possono creare con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne l'incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei*

¹⁴⁹ L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano, 1995.

¹⁵⁰ Art. 2437 ss; 2355-bis; 2505-bis e 2506-bis c.c. In particolare, art.2355-bis in tema di circolazione delle azioni, prevede che, nel caso in cui il trasferimento dei titoli sia subordinato a un mero gradimento, la relativa clausola è inefficace se non è previsto a carico della società o degli altri soci un obbligo diretto a riscattare le azioni del socio che ha manifestato la volontà di alienare le proprie azioni; e, l'art. 2506-bis c.c., ai sensi del quale il progetto di scissione con assegnazione delle partecipazioni non proporzionale alla quota originariamente detenuta nella società scindenda deve prevedere, a favore dei soci dissenzienti rispetto all'operazione, il diritto di far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato secondo i criteri dettati per il recesso, indicando altresì quali sono i soggetti a cui carico è posto l'obbligo di acquisto.

limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie».

La circostanza che l'art. 2348 c.c. si riferisca al fatto che le categorie di azioni siano connotate dall'esistenza di «diritti diversi», giustifica i dubbi interpretativi circa la sua compatibilità con l'istituto delle azioni riscattabili. L'art.2437-*sexies*, infatti, sancendo la facoltà per lo statuto delle società per azioni di emettere «*categorie di azioni soggette al riscatto da parte dell'emittente o di altri soci*», legittima la creazione di categorie di azioni non caratterizzate dall'attribuzione di un *diritto*, ma connotate dalla *soggezione* al riscatto; la situazione soggettiva attiva viene, viceversa, riconosciuta a soggetti diversi dai titolari delle azioni riscattabili ovvero alla società o ad altri soci.

Il problema quindi consiste nel capire se l'art.2348 c.c. consenta o meno la creazione di categorie di azioni che incorporano una posizione giuridica passiva¹⁵¹.

La dottrina tradizionale¹⁵² ha suggerito una interpretazione particolarmente restrittiva della norma e soprattutto della nozione di «diritti diversi», ritenendo la stessa solitamente riferita a posizioni soggettive “misurabili”, con riferimento ai diritti patrimoniali, amministrativi e a quelli c.d. «misti»; e ritenendo che, in tale nozione, non vengono generalmente incluse posizioni giuridiche diverse da quelle c.d. «attive»¹⁵³.

¹⁵¹ La dottrina aveva in passato manifestato forti perplessità circa la possibilità che le posizioni giuridiche passive fossero riconducibili alle azioni, infatti, una posizione giuridica passiva si esaurisce infatti in un “*Rechtsverhältnis*”, ossia in un mero rapporto giuridico e non un diritto diverso. Sul punto F. D'ALESSANDRO, *I titoli di partecipazione*, Milano, 1968, p. 170 ss.

¹⁵² L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano, 1995, p. 227 ss.; F. BARTALENA, *Le prestazioni accessorie come «categoria» di azioni*, in *BBTC*, 1998, I, p. 199; P. GROSSO, *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in *Società*, 2003, p. 1310.

¹⁵³ La giurisprudenza ha mantenuto probabilmente un atteggiamento più morbido rispetto alla nozione di categoria di azioni riscontrando un vero e proprio limite verso l'alto nel divieto di patto leonino: si veda, ad esempio, Tribunale di Udine, 23 gennaio 1993, in *Giur. it.*, 1994, I, p. 926 o

Prima della introduzione dell'art. 2437-*sexies* c.c., peraltro, gli argomenti usati dalla tesi più restrittiva sono stati spesi anche con riferimento alla figura atipica delle clausole di riscatto. La dottrina che si è occupata del tema anteriormente all'entrata in vigore della riforma societaria ha infatti sostenuto che le azioni riscattabili non si attergerebbero costantemente come categoria di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c., in quanto tale qualificazione dipenderebbe dalla concreta articolazione dei diritti soggettivi incorporati nei titoli. Tale conclusione è stata giustificata in base al fatto che la previsione di un «diritto diverso» sarebbe incompatibile con una “caratterizzazione” dei titoli in grado di incidere sul rapporto sociale in maniera tale da farlo terminare del tutto.

Rapportata all'art. 2437-*sexies*, c.c., tale tesi non consentirebbe di qualificare le azioni riscattabili come categoria, ancorché le stesse siano emesse in serie e differenziate rispetto ad altre azioni già esistenti; viceversa esse si potrebbero fare rientrare nella nozione di categoria solo qualora attribuissero ai titolari il diritto di farsi riscattare dalla società o dagli altri soci. Ne risulterebbe, pertanto, un trattamento giuridico differenziato applicabile ad azioni che hanno la medesima natura, sebbene caratterizzate da una struttura potestativa per così dire “simmetrica

Tribunale di Udine 10 aprile 1981, in *Giur. comm.*, 1982, II, p. 884; ma in alcuni casi inteso limitare la nozione di categoria di azioni sotto un diverso profilo relativo ad una asserita protezione degli elementi tipici del contratto associativo e pertanto si è affermato da parte del Tribunale di Udine 5 dicembre 1997, in *Vita Notarile*, 1998, p. 1047 e in *Società*, 1998, p. 455 con nota di IANNELLO che «Non è omologabile lo statuto di una società per azioni contenente una clausola che prevede la facoltà di emettere azioni privilegiate nella partecipazione alle perdite (nel senso che la partecipazione alle perdite viene postergata interamente rispetto alle azioni ordinarie) ed azioni privilegiate nel caso di liquidazione della società (nel senso che alle stesse spetta, con priorità rispetto alle azioni ordinarie, il rimborso di quanto residui del patrimonio sociale dopo il pagamento dei creditori sociali con esclusione del diritto di voto nelle assemblee ordinarie) ed, inoltre, attribuisce agli azionisti ordinari, in caso di riduzione parziale o totale del capitale per perdite, la facoltà di sottoscrivere, con preferenza sugli azionisti titolari delle azioni privilegiate, gli aumenti di capitale deliberati a seguito della riduzione, in quanto contrastante con il principio fissato dall'art. 2348, comma 2, c.c. il quale prevede la sola creazione di categorie di azioni fondate su diritti diversi, mentre la postergazione nelle perdite non è un diritto, ma un elemento essenziale nella struttura del fenomeno associativo».

ma opposta”. Non è condivisibile, peraltro, neppure un ulteriore assunto utilizzato dai fautori della tesa qui contestata, ovvero che i titolari di azioni soggette al riscatto altrui non sarebbero nella posizione di subire un pregiudizio in quanto il riscatto sarebbe stato negoziato ex ante dalle parti¹⁵⁴. Al riguardo, due sono i punti deboli: il primo deriva dal fatto che le azioni possono essere emesse come riscattabili, ma nulla impedisce che azioni emesse senza alcun vincolo di soggezione possano successivamente esservi sottoposte; la seconda critica discende invece dalla constatazione che il pregiudizio che i titolari di azioni riscattabili potrebbero subire non si concretizza nel momento dell’esercizio del riscatto: effettivamente il profilo esecutivo è noto, sin dal momento dell’emissione, ai sottoscrittori di tali azioni. Ciò che effettivamente può tradursi in un pregiudizio per questi ultimi è piuttosto rappresentato dall’imposizione di un cambiamento delle condizioni di emissione come i presupposti per esercitare il riscatto o, più banalmente, i criteri per calcolare il valore di liquidazione delle azioni.

Nonostante tale posizione assunta da una parte della dottrina, dunque, sembra corretto ritenere che le azioni riscattabili debbano qualificarsi come vera e propria categoria di azioni soggetta, pertanto, alla disciplina delle assemblee speciali prevista dall’art. 2376 c.c.

L’affermazione è avallata da alcuni indici consistenti in parte in istituti già noti al diritto societario e, in parte, da principi e regole di nuova introduzione per effetto della riforma del 2003.

¹⁵⁴ Tale argomento era sostenuto, tra gli altri, da V. ALLEGRI, *Categorie di azioni strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Dir. Imp.*, 2004. In particolare, veniva sostenuto che l’assoggettamento al potere di riscatto si sarebbe tradotto in un modo di atteggiarsi della società diversamente nei confronti di alcune azioni e nei confronti di altre in presenza di una situazione in cui, tuttavia, le azioni riguardate incorporano tutti gli stessi diritti.

Sotto il primo profilo, una conferma discende dall'istituto delle azioni con prestazioni accessorie la cui disciplina prevista dall'art. 2345 c.c. Con l'introduzione delle azioni riscattabili, tornano a rivivere le problematiche e i temi sollevati in passato dalla dottrina in relazione alla configurazione di tale istituto quale autonoma categoria di azioni¹⁵⁵.

A tal riguardo, l'opinione ormai più diffusa è quella che configura le azioni con prestazioni accessorie, quale vera e propria categoria¹⁵⁶.

¹⁵⁵ M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013. «Le azioni con prestazioni accessorie, in effetti, sono assimilabili alle azioni riscattabili sotto più profili. La somiglianza tra i due istituti, peraltro, si incrementa qualora si consideri l'ipotesi di azioni con prestazioni accessorie per le quali lo statuto preveda una facoltà di riscatto esercitabile da parte della società per l'ipotesi di inadempimento delle prestazioni medesime. Le analogie sono evidenti, innanzitutto, da un punto di vista "strutturale", alla luce del fatto che chi ne è titolare è posto in una situazione soggettiva passiva – nel caso specifico di onere – accostabile a quella, di soggezione, in cui versa chi può subire il riscatto; inoltre, sotto il profilo sistematico, in quanto così come la disciplina del riscatto di azioni si trova nella sezione X relativa alle modificazioni dello statuto, anche la disciplina delle azioni con prestazione accessorie si trova per così dire "dislocata" nell'ambito della sezione IV dedicata ai conferimenti e, quindi, al di fuori della *sedes materiae propria delle azioni*; ancora, dal punto di vista della loro natura accessoria della prestazione: tanto l'impegno di adempiere obbligazioni ulteriori rispetto ai conferimenti quanto la soggezione al riscatto possono essere abbinati all'attribuzione di diritti, in modo tale da "alleviare" la posizione dei loro titolari, potendosi così avere ipotesi di azioni privilegiate con prestazioni accessorie o di azioni riscattabili postergate nelle perdite; infine, per il fatto che l'adempimento della prestazione accessoria, così come l'esercizio del riscatto, si manifestano come atti successivi e ancillari rispetto al rapporto obbligatorio principale rappresentato dal rapporto».

¹⁵⁶ La tesi contraria a questa opinione, si fonda su diversi argomenti: M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 2^a ed., Torino, 1991, p. 47, secondo cui «con tale categoria verrebbe attribuito in obbligo più che un diritto diverso e che la disciplina delle modificazioni delle prestazioni accessorie collegate alle azioni prevista dall'art. 2345, ult. comma, sarebbe incompatibile con l'istituto delle assemblee speciali ex art. 2376»; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003, p. 359; P. GROSSO, *Categorie di azioni assemblee speciali*, Milano, 1999, p. 41 e 96 ss., la quale dopo avere affermato che «...la categoria di cui all'art. 2348 si costruisce attorno a dei diritti, mentre chi sostiene l'opinione qui criticata fa leva sulle "prestazioni accessorie" che costituiscono un onere», giunge ad ammettere che «...una eventuale delibera di modifica pregiudizievole del compenso (che potrebbe rappresentare quel diritto "diverso" richiesto dall'art. 2348, c. 2 perché si possa parlare di una categoria diversa di azioni) non fa scattare l'applicazione dell'art. 2376, in quanto c'è già la norma più protettiva dell'art. 2345 c. 3, che richiede l'unanimità» e che «la riconducibilità delle azioni con prestazioni accessorie ad una "categoria di azioni" implica la negazione della caratteristica della "serialità" intesa come omogeneità e fungibilità dei titoli; la quale cosa, secondo l'*id quod plerumque accidit*, non dovrebbe verificarsi nelle azioni con prestazioni accessorie in quanto, prima di tutto, la prestazione è personale, in secondo luogo, l'oggetto della prestazione stessa potrebbe variare dal titolare di un'azione all'altro, ed infine perché anche il compenso potrebbe variare...», concludendo infine nel senso di ritenere che «...pur assumendo la nozione [di categoria di azioni] nel senso più ampio possibile, di categoria possa parlarsi in presenza di azioni con prestazioni accessorie soltanto nei limiti in cui ci sia un minimo di omogeneità e la eventuale delibera della società intacchi negativamente quell'elemento comune: si

Sotto il secondo profilo, la riforma del 2003 ha introdotto nuovi indici che depongono nel senso di un ampliamento dell'autonomia privata nel configurare la struttura finanziaria della società e nell'articolare il contenuto delle azioni.

Il primo di tali indici è costituito dall'introduzione, nell'art.2384 c.c., dell'avverbio «liberamente», il quale sembra voglia enfatizzare un incremento dell'autonomia privata nella creazione della azioni¹⁵⁷.

Un secondo cenno di apertura all'autonomia privata nella creazione di categorie di azioni sta nel fatto che è venuto meno il principio della necessaria compensazione tra diritti amministrativi e diritti patrimoniali. Vi è ora completa libertà di emettere azioni per le quali una ridotta attribuzione di diritti amministrativi, come il diritto di voto, non sia bilanciata, ad esempio, da privilegi di natura patrimoniali¹⁵⁸.

Il legislatore ha, peraltro, introdotto nell'ordinamento categorie di azioni che non sembrano connotarsi per l'attribuzione di un diritto diverso, inteso come posizione soggettiva attiva dei loro titolari e che, rispetto a tale concetto, si attestano o su posizioni di "neutralità", oppure si caratterizzano per una compressione del diritto ad essi attribuito. Il riferimento è, innanzitutto, alla disposizione di cui all'art.2350,

faccia l'esempio dei compensi di misura diversa, ma tutti quanti con priorità nella distribuzione degli utili e che la delibera non tocchi la misura del compenso, bensì, in modo totale o parziale, il diritto di priorità di soddisfacimento».

Alcuni degli autori che sostengono la tesi ora accolta: A.MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, p. 121 ss., il quale pur ammettendo che i diritti diversi devono intendersi quale «rapporto giuridico» legittima la configurabilità della categoria delle azioni con prestazioni accessorie alla luce del fatto che esse si connotano per la presenza di un "diritto" quale sarebbe quello al compenso: in questo senso si riaffermerebbe la nozione di categoria posto che «...all'obbligo del socio tenuto alle prestazioni accessorie corrisponderà normalmente una sua maggior pretesa, in stretto rapporto con l'obbligo anzidetto».

¹⁵⁷ M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013.

¹⁵⁸ In tal senso F.FERRARA JR-F.CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2006 per cui «il nuovo inciso contenuto nella norma...lascia chiaramente intendere come, con la riforma, il legislatore abbia inteso, rispetto al passato, lasciare in questo campo una ben più ampia discrezionalità all'autonomia statutaria, consentendo di configurare categorie speciali di azioni dal contenuto più vario».

comma 2, il quale legittimando l'emissione di azioni correlate ai risultati di uno specifico settore della società, beneficia le società c.d. «multicomparto» in grado di soddisfare le esigenze dei propri investitori, ma si spinge al limite della nozione stessa di «società» contenuta nell'art. 2247; si pensi, peraltro, alle categorie di azioni tipizzate sotto il profilo dell'esercizio del diritto di voto che può ora risultare limitato, condizionato, contingentato o scaglionato o, addirittura, escluso del tutto, ai sensi dell'art. 2351, 2 e 3 comma.

Sempre sotto il profilo delle novità introdotte dal diritto societario è necessario esaminare l'art. 2437-*sexies*, sia sotto il profilo della nozione di «diritti diversi» che di quella di «categoria di azioni». La norma pare sufficientemente chiara nel non limitarsi ad affermare che lo statuto può creare azioni riscattabili tout court, ma nello spingersi a prevedere che il riscatto possa qualificare anche categorie di azioni. D'altro canto, se non si fosse voluto qualificare tali azioni come categoria, non si sarebbe dovuto operare tale distinzione, né sarebbe accettabile un uso, per così dire, “atecnico” dell'espressione. Peraltro, il principio di atipicità accolto nel nostro ordinamento dall'art. 2348, comma 2 sembra legittimare l'emissione di categorie di azioni caratterizzate dal fatto di essere, da una parte, riscattabili da parte della società o degli altri soci, ma, dall'altra parte privilegiate sotto il profilo della ripartizione degli utili – ad esempio con il riconoscimento di una percentuale annua di utile garantito – o, ancora, postergate nella incidenza delle perdite. In una ipotesi come quella descritta, qualora l'interprete accogliesse una nozione ristretta della nozione di «diritti diversi», sarebbe particolarmente difficoltoso concludere nel senso della natura di categoria di azioni (o meno); al contrario, l'adozione di una nozione ampia di questo concetto consentirebbe di affermare pianamente che le

azioni riscattabili privilegiate (o postergate) rappresentino una categoria di azioni autonoma, con la conseguente applicazione della disciplina di categoria.

Se tutto ciò è condivisibile, ne discende che dei «diritti diversi» di cui all'art. 2348, 2 comma, è possibile dare una lettura più ampia rispetto a quella prospettata dalla dottrina tradizionale. Alla luce dei principi e delle disposizioni introdotte nell'ordinamento dal diritto societario non è quindi inconcepibile che la diversità dei diritti possa esulare da quella attinenti ai soli diritti di natura patrimoniale, amministrativa o "mista"; che, in secondo luogo, tale diversità possa essere rappresentata anche da situazioni giuridiche non necessariamente attive ma da qualsiasi situazione giuridica soggettiva, o che possono essere emesse categorie di azioni caratterizzate da particolari modalità di circolazione delle azioni.

In altri termini, il comma 2 dell'art.2348 c.c. andrebbe letto come segue: «*si possono tuttavia creare...categorie di azioni caratterizzate da diversi rapporti giuridici*». I diritti diversi, pertanto, dovrebbero essere immaginati come un insieme che, al suo interno, contempra, accanto alle situazioni giuridiche attive, anche quelle passive come soggezione e onere¹⁵⁹.

5. Ambito di applicazione della fattispecie.

Preliminare a ogni riflessione sull'istituto delle azioni riscattabili è la definizione dell'ambito di applicazione dell'articolo 2437-*sexies* c.c., con particolare riguardo all'adozione della clausola di riscatto da parte di società quotate e a responsabilità limitata.

¹⁵⁹ M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013.

5.1. Azioni riscattabili e società quotate.

Con riferimento alle società con azioni quotate in mercati regolamentati, non vi sono valide ragioni per negare che le stesse siano legittimate all'emissione di azioni riscattabili¹⁶⁰.

Una prima evidenza che sostiene tale orientamento è rinvenibile nella lettera dell'art. 2437-*sexies* c.c. che non circoscrive il proprio ambito di applicazione soggettivo alle società chiuse. Se questa, infatti, fosse stata l'effettiva volontà del legislatore la formulazione della norma sarebbe stata più precisa. Laddove, infatti, il legislatore ha inteso prevedere regole ad hoc per lo statuto delle società quotate, lo ha fatto con una netta distinzione rispetto alle società per azioni¹⁶¹.

Il meccanismo del riscatto, inoltre, non manifesta profili di incompatibilità per l'ammissione delle azioni alla negoziazioni sul mercato.

Il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana s.p.a. richiede, quale presupposto per l'ammissione alla quotazione, che le azioni siano «liberamente negoziabili»¹⁶². A tal proposito, è indubbio che il riscatto delle azioni non rappresenti un limite alla circolazione delle azioni. Il trasferimento delle azioni può, infatti, avvenire liberamente fintantoché il soggetto legittimato non eserciti il relativo potere. Inoltre, anche una volta che il potere di riscatto sia stato esercitato, le azioni continuano a poter circolare liberamente, ferma restando solo la necessità a tal fine dell'autorizzazione dell'assemblea ex art. 2357-*ter*, qualora il riscatto sia

¹⁶⁰ In senso contrario C. ANGELICI, *La circolazione delle partecipazioni azionarie*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Torino, 1991, p. 185 ss., sulla base dell'incompatibilità tra riscatto e negoziazione.

¹⁶¹ In tal senso M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale Milano, 2013, p. 37 ss.

¹⁶² Cfr. art. 2. 1.3, comma 2, lettera c) del regolamento.

esercitato dalla società¹⁶³. La dottrina, anzi, ha precisato che il riscatto rappresenta non un limite, ma un impulso alla circolazione delle azioni¹⁶⁴.

Si ritiene che il requisito della negoziabilità e libera trasferibilità difetti solo in presenza di previsioni statutarie di divieto di circolazione delle azioni e non in ipotesi in cui il trasferimento delle partecipazioni sia regolato da disposizioni assimilabili, sotto certi profili, al riscatto, quali le clausole di prelazione o di gradimento¹⁶⁵.

L'adozione delle azioni riscattabili da parte delle società quotate può inoltre perseguire scopi ulteriori rispetto a quelli tipici di chiusura della compagine sociale e ugualmente meritevoli di tutela in quanto diretti, ad esempio, alla stabilizzazione o al sostegno dei titoli.

Il riscatto poi potrebbe risultare funzionale anche alla difesa della società da acquisizioni ostili: in tale ipotesi infatti, la possibilità di riscattare le azioni consentirebbe alle società di diminuire il flottante presente sul mercato, riducendo conseguentemente il quantitativo di azioni disponibili per ottenere il controllo dell'emittente¹⁶⁶.

Tuttavia, in quest'ultima ipotesi, si pongono alcune questioni di compatibilità con la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto.

¹⁶³ In tal senso L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano, 1995; dopo la riforma del diritto societario, tra gli altri, E. MALINPENZA, *I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011.

¹⁶⁴ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012.

¹⁶⁵ F. ANNUNZIATA in *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino 2012, p. 85 il quale sottolinea come tali previsioni devono essere tali da non rendere il titolo intrasferibile e, quindi, non negoziabile, riconoscendo tuttavia che ciò che conta è "la concreta valutazione di uno strumento come possibile oggetto di transazioni, secondo un giudizio desumibile dalla prassi dei mercati finanziari e dalla loro realtà".

¹⁶⁶ In tal caso si applica l'art.104 TUF per effetto del quale l'autorizzazione a riscattare le azioni sarà subordinata alla deliberazione dell'assemblea degli azionisti assunta con una maggioranza del 30% del capitale.

In considerazione dell'effetto traslativo che ne discende, l'esercizio del riscatto deve farsi rientrare nella nozione di acquisto di cui all'art.106 TUF.

Bisogna inoltre verificare se l'attivazione di una clausola di riscatto da parte dell'emittente possa concretizzare un atto contrastante con il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, come prescritto dall'art.104 del TUF, con la conseguente necessità di subordinarne l'attivazione da parte dell'assemblea¹⁶⁷. Anche in questa ipotesi, deve ritenersi corretta la soluzione più aderente al dato letterale, in considerazione del fatto che l'esercizio del riscatto, riducendo il numero delle azioni che potrebbero essere acquistate dall'offerente, potrebbe essere idoneo a pregiudicare il buon esito dell'offerta pubblica d'acquisto.

Dubbi si nutrono inoltre rispetto a fattispecie particolari in cui ad esempio, lo statuto preveda la conversione automatica delle azioni già in circolazione in azioni riscattabili da parte della società, dato che potrebbe ritenersi che l'ipotesi di conversione automatica, non lasciando spazi di discrezionalità alla società, fuoriesca dall'ambito dell'art.104, comma 1-bis, TUF¹⁶⁸.

5.2. Azioni riscattabili e società a responsabilità limitata.

La dottrina si è interrogata sull'ammissibilità dell'emissione di azioni riscattabili a opera delle società a responsabilità limitata.

¹⁶⁷ Si tratterebbe di una fattispecie differente rispetto a quella di autorizzazione assembleare richiesta ai sensi dell'art.2357 cc, in quanto, nell'ipotesi di applicazione dell'art. 104 TUF, l'esercizio del riscatto verrebbe attuato dall'assemblea e non dall'organo di gestione. Sul punto M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013, p. 36 ss.

¹⁶⁸ La disposizione prescrive l'autorizzazione assembleare per l'esecuzione di decisioni prese prima del periodo di offerta, ma non ancora attuate e non rientranti nell'ambito normale di attività della società e la cui attuazione possa contrastare con gli obiettivi dell'offerta. Il punto è affrontato da F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012, p. 85 ss., il quale propende per la soluzione affermativa.

L'esame e le disposizioni dettate per la società a responsabilità limitata richiedono, peraltro, distinte valutazioni per le previsioni di riscatto a favore della società piuttosto che dei soci.

Sotto il primo profilo, già prima della riforma, la dottrina ha affrontato la questione distinguendo l'ipotesi di riscatto esercitato dalla società e finalizzato alla riduzione del capitale sociale da quella del riscatto non finalizzato e giungendo a conclusioni opposte nei due casi¹⁶⁹.

Il riscatto di quote finalizzato alla riduzione del capitale sociale veniva ritenuto legittimo sulla base di due argomenti:

- i) il primo faceva leva sul vecchio testo dell'art. 2496 c.c., valorizzando il riferimento alla riduzione del capitale effettuata «nei casi e nei modi prescritti per le società per azioni» che comportava un implicito rinvio anche all'art. 2357-*bis* c.c.
- ii) il secondo argomento poggiava sugli effetti del riscatto e sulle sue conseguenze: per tale ricostruzione infatti l'attivazione del meccanismo di riscatto avrebbe prodotto il trasferimento delle quote di partecipazione che, essendo destinata all'abbattimento del capitale sociale, non era ritenuta tale da violare la ratio del divieto di acquisto di proprie partecipazioni fondata sulla protezione dei creditori sociali e sulla previsione di meccanismi di tutela rispetto a eventuali restituzioni del capitale sociale effettuate in loro spregio¹⁷⁰.

¹⁶⁹ L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano, 1995, p. 11 ss.

¹⁷⁰ Oggi la norma di riferimento è l'art.2482 c.c. il cui comma 1 prevede che "La riduzione del capitale sociale può avere luogo, nei limiti previsti dal numero 4) dell'art.2463, mediante il rimborso ai soci delle quote pagate o mediante liberazione di essi dall'obbligo di versamenti ancora dovuti".

La legittimità del ricorso al riscatto non finalizzato veniva, invece, esclusa in ragione dell'equiparazione del riscatto all'acquisto di proprie azioni vietato dall'art.2474 c.c.¹⁷¹

Dopo la riforma societaria, l'ordinamento accorda spazi ancor più ristretti alla previsione di una clausola di riscatto a favore della società a responsabilità limitata. Infatti il divieto di acquisto di partecipazioni non solo permane in caso di riscatto non finalizzato alla riduzione del capitale sociale, in quanto equiparato all'acquisto delle partecipazioni, ma anche nel caso in cui l'acquisto di partecipazioni fosse finalizzato. Ciò alla luce del divieto contenuto nell'art. 2474 c.c. e del mancato richiamo, da parte dell'art.2482 c.c., “*al riscatto seguito dall'annullamento*”.

La riscattabilità delle partecipazioni da parte dei soci, invece, è questione che si intreccia con il tema dell'ammissibilità di categorie di quote.

A tal riguardo, la dottrina ante riforma ha ritenuto compatibile con la disciplina della società a responsabilità limitata l'emissione di quote differenziate quanto al contenuto, giungendo ad ammetterne la configurabilità quale “classe” autonoma e a consentire la previsione di un'organizzazione di categoria¹⁷².

La configurabilità di categorie di quote ha poi ricevuto un rinnovato interesse anche dopo la riforma, in seguito all'introduzione nell'ordinamento dell'istituto dei “diritti particolari” del socio all'art.2468 c.c.

¹⁷¹ L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano, 1995, p. 116 ss: secondo l'autrice la tesi contraria non potrebbe essere argomentata alla stregua dei «principi desumibili da alcune previsioni rinvenibili, appunto, in materia di responsabilità limitata e in particolare, dalla previsione dell'art.2480 c.c. (oggi art.2471 c.c.), relativa all'espropriazione della quota, nella parte in cui la stessa contempla il potere della società di presentare “un altro acquirente” rispetto all'aggiudicatario, potere da taluno configurato come “una specie di diritto di riscatto” che la società “può esercitare per mezzo di persona di suo gradimento”».

¹⁷² Così E. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano 1960, p. 349 ss., per il quale: «Anche se l'art.2348 comma 2 non è richiamato, nessun dubbio che il principio della possibilità di una pluralità di categorie valga anche per la società a responsabilità limitata: dove la legge stessa prevede una categoria speciale, quando all'art. 2478 parla di quote “a cui è connesso l'obbligo di prestazioni accessorie”, dichiarando ad esse applicabili le disposizioni del 1° e 3° comma dell'art.2345».

La dottrina infatti si è interrogata sulla possibilità di travalicare il dato letterale di quest'ultima norma il quale consente di attribuire ai soci, su base particolare, particolari diritti connessi con la distribuzione degli utili, l'amministrazione della società e legati anche ad aspetti dell'organizzazione societaria¹⁷³.

In effetti, sembra accoglibile l'orientamento che ha recentemente prospettato la possibilità che l'autonomia statutaria colleghi i diritti particolari alla partecipazione sociale piuttosto che alla persona del socio, autorizzando, quindi, anche l'emissione di categorie speciali di quote sia nel senso di connotare una partecipazione sociale di alcuni diritti particolari, sia nel senso di rendere i diritti particolari comuni a più partecipazioni che verrebbero pertanto assoggettate a regola di classe¹⁷⁴.

Tuttavia, prima di poter concludere nel senso della legittima previsione di categorie di quote soggetta al potere di riscatto, va verificato un ulteriore profilo riguardante il contenuto dei diritti diversi di cui può essere connotata la partecipazione sociale.

¹⁷³ La soluzione è quella adottata dalla *Massima n.39* del 19 novembre 2004 ("diritti particolari dei soci nella s.r.l. art.2468 co.3 c.c.") in CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, *Massime notarili in materia societaria*, Milano 2010, la quale recita: « I "particolari diritti" che l'atto costitutivo di s.r.l. può attribuire a singoli soci, ai sensi dell'art. 2468, comma 3° c.c., possono avere ad oggetto materie non strettamente "riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili", cui espressa-mente si riferisce la norma, bensì ulteriori "diritti diversi", dovendosi ritenere concessa all'autonomia negoziale, al pari di quanto dispone l'art. 2348 c.c. per la s.p.a., la facoltà di "liberamente determinare il contenuto" delle partecipazioni sociali, "nei limiti imposti dalla legge"». Sul piano della motivazione, si legge che sebbene l'art. 2468, comma 3° c.c. menziona solamente "l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili", « la norma, tuttavia, non può essere intesa in senso tassativo e limitativo, bensì in senso attributivo: essa esemplifica, in altre parole, le principali, ma non uniche, ipotesi in cui i soci possono variare i diritti loro spettanti in virtù del contratto sociale».

¹⁷⁴ La tesi è stata sostenuta da M. NOTARI, *Diritti particolari e categorie di quote nella s.r.l.*, in *La società a responsabilità limitata in Italia e in Spagna. Due ordinamenti a confronto*, a cura di N. Ambriani e J. M. Embid Irujo, Milano, 1999, p. 332 ss. L'autore ha argomentato il proprio orientamento prendendo in considerazione il profilo relativo alla trasferibilità dei particolari diritti che, se connessi con la persona del socio, comporterebbero la loro estinzione, in quanto «essi non vengono acquisiti dal nuovo socio, in quanto non derivano dalla partecipazione ceduta, né restano in capo all'alienante, in quanto non più socio»; pertanto «... non vi sono ragioni plausibili per impedire all'autonomia negoziale di configurare diversamente tali particolari diritti, includendoli nel contenuto della partecipazione sociale, anziché legarli esclusivamente alla persona del socio cui sono attribuiti».

Ci si deve infatti chiedere se nella nozione di “diritti particolari” siano ricomprese anche le posizioni giuridiche passive, come potrebbe ravvisarsi mediante un’interpretazione espansiva della norma. A favore di una soluzione affermativa milita il generale ampliamento dell’autonomia statutaria nel contesto della società a responsabilità limitata che legittimerebbe l’adozione di previsioni statutarie che si spingano al di là della lettera della norma¹⁷⁵. In senso favorevole si è anche espressa la dottrina che ha messo in luce come posizioni giuridiche passive siano prese in considerazione da varie disposizioni anche nel contesto delle società a responsabilità limitata¹⁷⁶. A queste considerazioni si aggiunga che l’emissione di una categoria di quote riscattabili potrebbe rivelarsi strumentale al funzionamento di istituti di nuova introduzione nella disciplina della società a responsabilità limitata quali l’esclusione del socio¹⁷⁷.

Tuttavia, un diverso orientamento dottrinale ha prospettato una lettura più restrittiva della nozione “diritti particolari”¹⁷⁸.

Tale interpretazione, fondata su argomenti più convincenti rispetto a quella che propende per una totale liberalizzazione del loro contenuto in ragione dell’incremento dell’autonomia statutaria e della centralità del socio nella società a responsabilità limitata, sostiene che i “diritti particolari” si pongano su un piano differente rispetto ai “diritti diversi” di cui all’art.2348 c.c. In particolare,

¹⁷⁵ La *Relazione accompagnatoria alla riforma del diritto societario del 2003* afferma, al paragrafo 11, che la società a responsabilità limitata «pur godendo del beneficio della responsabilità limitata può essere sottratta alle rigidità di disciplina richieste per la società per azioni».

¹⁷⁶ M. NOTARI, *Diritti particolari dei soci e categorie di quote nelle s.r.l.*, in *La società a responsabilità limitata in Italia e in Spagna. Due ordinamenti a confronto*, a cura di N. Ambriani e J. M. Embid Irujo, Milano, 1999, p. 332 ss.

¹⁷⁷ P. PISCITELLO, *Recesso ed esclusione nella s.r.l.*, in *Il nuovo diritto societario*, Torino, 2007, p. 735 ss; M. PERRINO, *La rilevanza del socio nella s.r.l.*, in *La nuova disciplina delle società a responsabilità limitata*, Milano, 2003, p. 143 ss; C. ESPOSITO, *L’esclusione come strumento generale di “exit” societario*, in *Riv. Not.*, 2004, p. 261 ss.

¹⁷⁸ Tra gli altri è opportuno citare G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata (art. 2462 – 2474)*, in *Il Codice Civile. Commentario*, Milano, 2010, p. 528.

l'esitazione a includere nel perimetro della prima nozione anche le situazioni soggettive passive discende dalla constatazione che si tratterebbe di un concetto dai contorni meglio definiti rispetto a quelli più mobili di diritti diversi; nel senso che i diritti particolari assumerebbero una propria connotazione alla luce del riferimento fatto all'art.2468 comma 3 c.c. a due distinte tipologie di posizioni giuridiche attive e dalla circostanza che nel gruppo omogeneo dei diritti generali dei soci non sarebbe consentito enucleare un sotto insieme di diritti di altra natura costituito da posizione soggettive passive, in generale, e di soggezione in particolare.

L'art.2468, comma 3 c.c. non consente quindi di dare ingresso alla clausola di riscatto nell'ordinamento della società a responsabilità limitata, non potendosi qualificare la soggezione al potere di riscatto come un "diritto particolare".

6. La procedura di riscatto e la liquidazione delle azioni riscattate.

6.1. Le condizioni per l'esercizio del riscatto.

La lettera dell'art.2437-*sexies* non contiene alcuna prescrizione circa la necessità che lo statuto contempli presupposti ai quali subordinare l'attivazione del meccanismo di riscatto, né alcuna indicazione in merito a eventuali limiti all'autonomia statutaria della predisposizione della clausola¹⁷⁹.

E' lasciato quindi all'interprete il compito di verificare se la norma debba essere intesa nel senso di (i) vincolare l'autonomia privata all'adozione di formule di

¹⁷⁹ Ciò al contrario di quanto prevedeva l'originaria formulazione della disciplina delle azioni riscattabili, contenuto nell'art.2351-ter in una bozza di articolato della riforma del diritto societario. Tale disposizione prevedeva infatti che «1. Se l'atto costitutivo lo consente possono essere emesse, in misura non superiore al quarto del capitale sociale, azioni riscattabili su richiesta della società emittente, dei titolari di queste azioni o di entrambi. *L'atto costitutivo determina le condizioni e le modalità del riscatto.*».

riscatto analitiche sulla base della constatazione che la condizione di riscatto rappresenti un presupposto indefettibile della fattispecie; oppure (ii) consentire l'adozione di una soluzione intermedia, che legittimi clausole che contemplino generiche condizioni di riscatto; (iii) infine, di autorizzare forme di riscatto *ad nutum*, senza che lo statuto debba quindi specificare le condizioni a cui subordinare il riscatto, optando per la soluzione che vede il presupposto del riscatto come elemento accessorio ed eventuale della fattispecie.

La dottrina ante-riforma, in mancanza di una disposizione ad hoc, riteneva che lo statuto dovesse subordinare l'esercizio del riscatto alla previsione di condizioni specifiche, oggettive, predeterminate e, in ogni caso, non tali da dipendere dall'arbitrio della società o dei soci¹⁸⁰.

Al fine del lecito conferimento per statuto del potere di riscatto delle partecipazioni sociali, si riteneva, quindi, che costituisse una condizione imprescindibile l'indicazione, quale presupposto legittimante, di una specifica circostanza oggettiva.

Decisivi a tal fine erano rilievi sia di carattere sostanziale che di ordine sistematico.

Dal primo punto di vista, si osservava che, l'ammettere la possibilità di esercitare il potere riscatto *ad nutum* avrebbe risolto il meccanismo del riscatto in uno strumento di esclusione del socio¹⁸¹. Tale orientamento era fondato sulla

¹⁸⁰ L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano 1995; G. B. PORTALE, *Le azioni con prestazioni accessorie e clausola di riscatto*, in *Vita Not.*, 1983; G. PRESTI, *Le clausole di riscatto nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1983.

¹⁸¹ Ove sia posto in capo alla società il potere di riscatto, gli amministratori potrebbero infatti servirsi del potere incondizionato riconosciuto dallo statuto, per estromettere minoranze "scomode" con l'avallo esplicito (in caso di previa autorizzazione assembleare ex art.2357 c.c.) o sostanziale della maggioranza. Anche nell'ipotesi in cui il potere di riscatto competa ai soci, il riconoscimento di un potere di riscatto incondizionato potrebbe risolversi in un mezzo di arbitrario allontanamento di membri della compagine sociale non più graditi: ciò soprattutto nell'ipotesi in cui la clausola conferisse tale potere al socio di maggioranza, in tal modo attribuendogli il potere di esclusione delle minoranze. Il socio di controllo, infatti, potrebbe usare tale potere come arma ricattatoria nei

tradizionale concezione dell'intangibilità del diritto allo *status socii*, oltre che su una concezione limitata delle funzioni assolvibili dal riscatto, circoscritte a quelle di meccanismo di controllo della composizione della compagine sociale o di sanzione nei confronti di un socio.

Da un punto di vista sistematico, l'inammissibilità del riscatto *ad nutum* si ricavava dalla considerazione che tutte le norme in tema di società di persone e di capitali regolano ipotesi di esclusione o di decadenza del socio¹⁸², richiedono che la fuoriuscita coatta del socio dalla compagine sociale sia legata a situazioni specifiche, oggettive e cioè predeterminate¹⁸³.

Nell'introdurre la specifica disciplina delle azioni riscattabili, tuttavia, il legislatore, come detto in precedenza, non si è espressamente pronunciato sul tema: infatti il testo dell'art.2437-*sexies* non offre appigli interpretativi dai quali poter desumere la necessità di individuare specifici presupposti di riscatto.

In ragione di ciò, un orientamento dottrinale successivo alla riforma si è espresso a favore dell'introducibilità del riscatto azionario *ad nutum*, individuando disposizione dell'art.2437-*sexies* un forte indizio della sua legittimità¹⁸⁴.

In particolare, il silenzio del legislatore è stato giudicato coerente con la disciplina attuale delle società per azioni, la quale, ancora più marcatamente rispetto al periodo antecedente la riforma del diritto societario, attribuisce un significato centrale alla partecipazione azionaria più che alla persona del socio.

confronti delle minoranze della società al fine di precludere il libero esercizio dei diritti loro spettanti.

¹⁸² Si vedano gli artt. 2286, 2344, 2345, 2610, comma secondo c.c.; e gli artt. 2533 c.c., in tema società cooperative, e 2473-*bis* c.c., in materia di s.r.l.

¹⁸³ Così G. B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982

¹⁸⁴ In tal senso C. ESPOSITO, *L'esclusione come strumento generale di "exit" societario*, in *Riv. not.*, I, 2004.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari della nuova società per azioni*, Milano, 2004; in termini dubitativi, GALLETTI, *Art. 2437-*sexies**, in *Il nuovo diritto delle società*, commentario a cura di Maffei Alberti, vol. III, Padova, 2005; M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013.

Non è, infatti, rinvenibile, nell'ordinamento delle società per azioni, alcun tipo di principio volto a tutelare l'investimento del socio, il suo mantenimento nel lungo periodo o, ancora, la programmazione del disinvestimento.

Il punto di equilibrio tra gli interessi della parte riscattante e dei soci, le cui azioni sono soggette al riscatto, si realizza su un piano diverso da quello delle condizioni di esercizio del potere di riscatto, individuabile in quello economico-patrimoniale, ossia nel trattamento che, sotto tale profilo, il socio riceve al momento dell'esercizio del potere di riscatto¹⁸⁵.

Tale prospettiva interpretativa, tuttavia, ha trovato scarso seguito tra gli interpreti: la dottrina prevalente¹⁸⁶ ritiene, infatti, superabile in via interpretativa il silenzio dell'art.2437-*sexies* c.c. in merito alla necessità di presupposti a cui subordinare l'esercizio del riscatto, riproponendo, di fatto, soluzioni già avanzate prima dell'intervento riformatore.

Tale dottrina ritiene generalmente illegittima una previsione di riscatto *ad nutum* in ragione di un'asserita esigenza di tutela del socio, il quale potrebbe subire un "inaspettato" e automatico trasferimento della propria partecipazione azionaria¹⁸⁷.

¹⁸⁵ M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza Commerciale*: secondo l'autore «Ammettere la legittimità di clausole statutarie che prevedono un esercizio del riscatto ad nutum, quindi, non comporta il sovvertimento degli equilibri sociali, ma viceversa, enfatizza alcuni elementi tipizzanti della società per azioni: la centralità della partecipazione azionaria, l'anonimato dell'investimento, l'insensibilità verso la persona del socio e, dopo soprattutto la riforma del diritto societario, la libera contrattazione tra le parti».

¹⁸⁶ N. CIOCCA, *Art. 2437-*sexies* c.c.*, in G. MARASA' – N. CIOCCA, *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento agli art. 2437 – 2437-*sexies* del Codice Civile*, Padova, 2011; M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa*, 2005; C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012; C. DI BITONTO, *L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art.24137-*sexies* c.c.*, in *Società*, 2008.

¹⁸⁷ M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, 2013.

Essa si basa inoltre su un'interpretazione letterale dell'art. 39, lett. c), della Seconda Direttiva che, nel disciplinare le azioni riscattabili da parte della società, impone che lo statuto determini, fra l'altro, le “condizioni” del riscatto¹⁸⁸.

Aderendo alle conclusioni raggiunte dalla dottrina maggioritaria, resta da risolvere il problema concernente l'eventuale sussistenza di limiti imposti all'autonomia statutaria nella previsione dei presupposti del riscatto.

Infatti, la sottrazione dell'esercizio del potere di riscatto al mero arbitrio del soggetto cui viene riconosciuto, non è sufficiente ad eliminare il rischio di un utilizzo discriminatorio dello strumento.

Una tale indagine non può basarsi sulla previsione di cui all'art.2437-*sexies*, in quanto da essa non è possibile trarre alcun elemento utile a tali fini. Piuttosto eventuali limiti alla formulazione dei presupposti del riscatto devono essere ricercati tra i principi generali dell'ordinamento societario e non solo.

Un primo limite è rappresentato dal *divieto di discriminazione*, consistente «nel trattamento della controparte contrattuale diverso e peggiore rispetto al trattamento che alla stessa controparte contrattuale sarebbe stato riservato se il consenso del contraente non fosse stato determinato, in via esclusiva, da una qualità personale»¹⁸⁹.

¹⁸⁸ Una diversa interpretazione prospettata della norma comunitaria è basata sull'estrema genericità della norma sulle previsioni del riscatto, e sul fatto che la stessa non stabilisce un obbligo di prevedere alcun presupposto cui il suo esercizio è subordinato. In base a tale interpretazione, sembra piuttosto doversi ritenere che il riferimento alla previsione delle “condizioni di riscatto” non debba intendersi nel senso di presupposti cui l'esercizio del riscatto è subordinato, ma piuttosto tale espressione va riferita alle condizioni economiche, ossia al valore di liquidazione cui le partecipazioni devono essere riscattate.

¹⁸⁹ M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013.

In linea di principio il rischio uso discriminatorio dell'istituto non si palesa qualora il riscatto si fondi su circostanze che attengono alla persona dei soci, come il venir meno di determinati requisiti soggettivi o la violazione di previsioni statutarie.

Al contrario, qualora il potere di riscatto origini da circostanze slegate dalla persona del socio, la concreta previsione del presupposto di riscatto potrebbe prestare il fianco a comportamenti discriminatori nei confronti dei singoli soci. Si pensi, ad esempio, alla clausola che autorizza una società quotata al riscatto di azioni in presenza di fluttuazioni del prezzo di borsa oltre un certo *range* in un determinato arco temporale, al fine di regolarizzarne il corso. In situazioni del genere, seppure l'esercizio del potere di riscatto non è lasciato alla mera discrezionalità del soggetto a cui è attribuito, in ogni caso, una volta verificatasi l'evento dedotto nella clausola, il soggetto legittimato è libero di scegliere quali azioni riscattare.

Tuttavia, tali considerazioni non portano ad escludere in radice l'introduzione nello statuto di meccanismi di riscatto che individuano presupposti diversi da circostanze soggettive relative ai soci¹⁹⁰. Possono essere infatti utilizzati in tali circostanze dei correttivi ad attutire gli abusi.

In particolare, potrebbe ritenersi necessario che la clausola di riscatto, debba in tal caso indicare meccanismi esecutivi idonei a evitare comportamenti opportunistici nei confronti di singoli soci. In tale ottica, si potrebbe prevedere che, al verificarsi

¹⁹⁰ Alla conclusione opposta perviene, in particolare, M. CENTONZE in *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa*, 2005, il quale, affermata la regola che impone la predeterminazione statutaria dei presupposti di riscatto "a pena di nullità", ritiene poi di enucleare questi ultimi sulla scorta di un'applicazione analogica dell'art. 2473-bis c.c., il quale, in materia di s.r.l., contempla la possibilità di prevedere specifiche ipotesi statutarie di esclusione del socio per giusta causa. In tal modo si finisce per riconoscere idoneo valore legittimante unicamente a vicende personali del socio, apprezzabili in termini di "giusta causa di esclusione/riscatto":

del presupposto oggettivo indicato in statuto, il riscatto possa incidere sui soci solo in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno detenuta.

Tuttavia, anche se le clausole dovessero omettere di prevedere tali correttivi, è possibile evitare di trarne una necessaria conseguenza in termini di illegittimità. Ciò, in particolare, considerando che nel sistema societario sono rintracciabili dei principi che paiono imporre un esercizio non discriminatorio del riscatto.

Nel caso in cui il potere di riscatto sia riconosciuto in capo alla società, il riferimento va innanzitutto al principio di parità di trattamento, espressamente codificato nel diritto comunitario¹⁹¹ e recepito dal legislatore italiano con riferimento alle società quotate, tra l'altro in tema di acquisto di azioni proprie¹⁹², fattispecie con cui le azioni riscattabili sono in rapporto di *genus a species*. Un tale principio è ovviamente estensibile anche alle società non quotate.

Sulla scorta di tali principi, può quindi ritenersi che, pur nel silenzio dello statuto, una volta concretizzatosi il presupposto designato dalla clausola di riscatto, l'incidenza sulle azioni riscattabili in maniera più che proporzionale alla percentuale delle stesse detenute da ciascun titolare, costituisca condizione legale ai fini dell'efficacia del riscatto.

In virtù di tali considerazioni, è possibile spingersi a ritenere ammissibili anche quelle clausole che valorizzano, quale presupposto di operatività, non un evento futuro e incerto, e quindi non una condizione, bensì il mero fattore temporale. Ciò in particolare, nel caso in cui si preveda una facoltà di riscatto azionabile in una

¹⁹¹ Vedi art.42 Seconda Direttiva comunitaria in materia di società per azioni.

¹⁹² Art. 132 TUF

data prefissata o in una o più “finestre temporali” decorrenti da termini predeterminati¹⁹³.

6.2. Disciplina per rinvio.

La tecnica normativa utilizzata dal legislatore nel disciplinare le azioni riscattabili è piuttosto complessa e suscita diversi problemi di coordinamento di non facile gestione¹⁹⁴. Il legislatore della riforma, infatti, dopo aver definito le azioni riscattabili come «le azioni o categorie di azioni per le quali lo statuto può prevedere un potere di riscatto da parte della società o dei soci», si limita a stabilire che:

- a) le azioni riscattabili sono emettibili sulla base di un'espressa previsione statutaria; e che:
- b) il meccanismo di riscatto azionario è attivabile «da parte della società o dei soci».

Per tutti gli aspetti dell'istituto sui quali la disposizione non si pronuncia, è fatto richiamo a regole statutarie. A completamento della disciplina, l'art. 2437-*sexies* c.c. poi passa a richiamare, tramite una serie di *rinvii per relationem*, alcune disposizioni dettate in tema di recesso, in particolare agli articoli 2437-*ter* e 2437-*quater* c.c., la cui applicazione è consentita nei limiti della compatibilità con la fattispecie delle azioni riscattabili e, nell'ipotesi in cui il riscatto sia esercitato dalla società, trovano applicazione le regole dettate per l'acquisto delle azioni proprie dagli articoli 2357 e 2357-*bis* cc.

¹⁹³ In tal senso D. GALLETTI, *Art.2437-sexies*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, II, Padova, 2005.

¹⁹⁴ In tal senso A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, *Dir. Soc.*

I maggiori nodi interpretativi sono posti dal gruppo di norme dettate per il diritto di recesso, alle quali è affidata la regolamentazione di profili connessi al rimborso delle azioni, in particolare modalità e determinazione del valore delle azioni.

Tuttavia, non si tratta di un rinvio integrale, ma di rinvio circoscritto, piuttosto, all'aspetto della liquidazione della partecipazione (art. 2347-ter c.c.) e ai suoi profili procedurali (art. 2437-quater c.c.)¹⁹⁵.

Tale rinvio riguarda sia le ipotesi in cui il potere di riscatto è riconosciuto in capo alla società, sia il caso in cui esso è attribuito ai soci, ponendosi, in entrambi i casi, l'esigenza di liquidare le azioni nei confronti dei quali il riscatto è stato esercitato.

Una siffatta tecnica normativa impone, naturalmente, ai fini della corretta applicazione della norma, una verifica caso per caso, circa la compatibilità delle disposizioni sul diritto di recesso con la fattispecie delle azioni riscattabili.

6.3. La determinazione del valore del riscatto.

L'art.2437-sexies c.c., quanto alla determinazione del corrispettivo da pagare al socio riscattato, rinvia alla disciplina dettata dall'art. 2437-ter c.c. per il rimborso di azioni al socio recedente, precisando che tale rinvio è valido per quanto le norme richiamate siano "compatibili" con la disciplina del riscatto¹⁹⁶.

La scelta del legislatore sul punto, sotto il profilo sostanziale, risponde all'esigenza che siano prestabiliti criteri obiettivi per la determinazione del prezzo del riscatto¹⁹⁷, in modo tale da evitare l'attribuzione al soggetto riscattante, di

¹⁹⁵ M. L. VITALI, Le azioni riscattabili, in Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, 2013.

¹⁹⁶ A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso, p. 157.

¹⁹⁷ Una tale esigenza era già stata messa in luce dalla dottrina ante-riforma, cfr. L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano, 1995.

un'arbitraria discrezionalità nell'individuazione del corrispettivo e, con essa, il rischio di trattamenti discriminatori dei soci, di volta in volta, soggetti al riscatto¹⁹⁸. Sotto il profilo equitativo poi, il riferimento al valore di mercato nelle s.p.a. con azioni quotate¹⁹⁹, ovvero al valore effettivo nelle altre s.p.a.²⁰⁰, è idoneo a salvaguardare l'interesse economico del socio costretto a subire il disinvestimento coattivo dalla società, a ricevere un giusto corrispettivo. Del resto, sono gli aspetti economici legati all'esercizio del riscatto a costituire l'unica forma di contemperamento tra gli interessi del riscattante e quelli del riscattato. L'unica contropartita alla situazione di soggezione del socio riscattato è rappresentata proprio dalla protezione sotto il profilo dei suoi interessi economici. Non è al contrario contemplata alcuna forma di presidio della posizione giuridica del socio soggetto al potere di riscatto²⁰¹.

Infine, dal punto di vista sistematico, l'opzione prescelta si allinea a quanto previsto nei casi di esclusione dalle società di persone, dalla società cooperativa e dalla società a responsabilità limitata, dove anche i criteri per la determinazione del

¹⁹⁸ In tal senso M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013, p. 220 ss.

¹⁹⁹ Ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 3 c.c.: *“Il valore di liquidazione delle azioni quotate nei mercati regolamentati è determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso”*.

²⁰⁰ Ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2 c.c.: *“Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto delle consistenze patrimoniali della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni”*.

²⁰¹ Ciò consente anche di formulare una riflessione in merito alle funzioni dell'istituto. Infatti, il rinvio ai criteri di valorizzazione delle azioni, evidenzia che le funzioni delle azioni riscattabili non si esauriscono in un meccanismo punitivo del socio, in quanto, se così fosse, il legislatore avrebbe lasciato che fosse lo statuto, quindi l'autonomia delle parti, a individuare i criteri strumentali alla determinazione del valore del rimborso delle azioni riscattate, accordando, così, spazio per la formulazione di clausole eventualmente idonee a pregiudicare il socio riscattato sotto il profilo economico.

valore della quota del socio escluso sono determinati sulla base dei criteri legali dettati in materia di recesso²⁰².

Tuttavia, il tema del corrispettivo del riscatto pone dei problemi interpretativi non indifferenti. In particolare l'interprete si chiede 1) se e in che misura i criteri di misurazione di cui all'art.2437-ter c.c. siano derogabili dall'autonomia statutaria; 2) in che modo i meccanismi di valutazione ivi previsti trovino applicazione alle azioni riscattabili.

Quanto al primo profilo, non vi è dubbio che, nel silenzio dello statuto, i criteri legali dettati dall'art.2437-ter c.c. integrino la disciplina statutaria e devono quindi essere rispettati al fine di determinare il valore delle azioni riscattate. Trovano, quindi, spazio le disposizioni che prescrivono, quali criteri valutativi delle azioni riscattate, la «consistenza patrimoniale» e le «prospettive reddituali», nonché, nel caso in cui a essere riscattate siano azioni quotate, il «valore di mercato» delle azioni.

I dubbi, insorgono nel momento in cui ci si chiede se l'autonomia statutaria possa derogare a detti criteri legali, i quali si configurerebbero, in tal caso, come meri criteri suppletivi, o se invece essi debbano ritenersi principi inderogabili.

In realtà, un'apertura verso la possibilità che l'autonomia statutaria modifichi i criteri di valorizzazione delle azioni è operata dallo stesso art. 2437-ter c.c., il cui comma 4, prevede che lo statuto possa stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione delle azioni del socio receduto, in particolare «indicando gli

²⁰² Il fatto che tutte le fattispecie di disinvestimento del socio dalla compagine sociale (artt. 2355-bis; 2358, comma 4, 2505-bis; 2506-bis c.c.) prevedono un rinvio ai criteri di determinazione del valore delle azioni dettati per diritto di recesso, conduce a ritenere che essi abbiano una portata applicativa generale nell'ambito delle società per azioni, costituendo un limite minimo inderogabile al di sotto del quale le parti non possono determinare la fissazione del valore di riscatto, pena la censura di nullità della clausola statutaria.

elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione».

I limiti all'apertura all'autonomia privata nella determinazione del corrispettivo del riscatto possono, peraltro, essere ulteriormente ampliati. Facendo leva sulle conclusioni della dottrina in tema di liquidazione delle azioni del socio receduto²⁰³, infatti, è possibile ammettere rispetto ai criteri legali ulteriori rispetto a quelli espressamente contemplati dall'art.2437-*sexies*. Ciò ovviamente non comporta che qualunque criterio di valorizzazione delle azioni riscattabili possa ritenersi ammissibile. Occorre infatti, a tal fine, sempre valutarne la compatibilità con i principi inderogabili del sistema. In questo senso, un sicuro limite alla libertà statutaria è costituito dall'impossibilità di attribuire al mero arbitrio del riscattante la determinazione del prezzo: in considerazione del dato civilistico che preclude di rimettere alla totale discrezionalità di una delle parti di una relazione contrattuale la determinazione della prestazione dedotta in contratto.

Secondo questa ricostruzione, quindi le metodologie e i criteri per determinare il valore delle azioni dovrebbero rappresentare un possibile oggetto delle negoziazioni tra le parti del rapporto potestativo instaurato dalla clausola di riscatto; negoziazione rispetto alla quale, il legislatore assicura al socio un livello di tutela minima²⁰⁴, rappresentato dai criteri di determinazione del valore delle azioni previsti dall'art.2437-*ter* cc²⁰⁵.

²⁰³ In particolare, M. STELLA RICHTER JR, Diritto di recesso e autonomia statutaria, in Riv. dir. comm., 2004, p. 400.

²⁰⁴ L'ordinamento delle società per azioni contiene molti riferimenti alla circostanza che le azioni oggetto di trasferimento, in occasione di particolari eventi oppure dell'esecuzione di operazioni, debbano essere oggetto di una valorizzazione equa e tale da risultare aderente ai valori correnti della

Anche con riguardo alle azioni riscattabili, si pongono poi le questioni legate all' "aggiornamento" della valore delle azioni in concomitanza di operazioni straordinarie di prossimo perfezionamento, ma successivo all'esercizio del riscatto. In tema di diritto di recesso, la dottrina è giunta alla conclusione che la liquidazione della partecipazione del socio recedente non possa tenere conto degli effetti dell'operazione alla quale quest'ultimo, esercitando il recesso, abbia dissentito²⁰⁶. Nel caso di riscatto, tuttavia, sebbene l'art.2437-*sexies* c.c. non preveda alcun "obbligo di aggiornamento" del valore delle azioni, sembra corretto ritenere che gli amministratori debbano tener conto degli effetti, positivi o negativi, di operazioni concluse a ridosso del suo esercizio, applicando opportuni meccanismi di aggiustamento. Tale conclusione trova la sua *ratio* nella struttura del meccanismo del riscatto azionario nella quale, il socio riscattando non ha la possibilità di esprimere un giudizio negativo sull'operazione societaria in procinto di concludersi, come invece accade per le fattispecie di recesso, ma può solo subirne gli effetti. La prospettiva è quindi diversa da quella del recesso e mette in luce come vi sono

società La disciplina della clausola di gradimento (art.2355-bis c.c.) e delle operazioni sulle proprie azioni (art.2358, comma 4 c.c.) e della scissione non proporzionale (art. 2506-bis c.c.), sono sintomatiche dell'esistenza di un principio di corretta valorizzazione delle partecipazioni, in ogni caso in cui il diritto di exit rappresenta una tutela legale del socio o viene subito dal socio, in dipendenza dell'altrui volontà. L'esistenza di un tale principio è confermata da posizioni recentemente assunte dalla giurisprudenza in occasione di peculiari clausole di compravendita sotto alcuni aspetti assimilabili alle clausole di riscatto. Ragionando in termini di contrarietà ai principi inderogabili dell'ordinamento e, quindi, dichiarando nulla la clausola, si è espresso il Trib. Milano, 31 marzo 2008 (ord.).

²⁰⁵ C. ANGELICI, *Fra «mercato» e «società»: a proposito di «venture capital» e «drag along»*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, il quale rileva che il legislatore non ha ritenuto adeguato in questo caso «il principio generale dell'economia liberale» in quanto il riscatto ex art.2437-*sexies* c.c. rappresenta uno strumento per la realizzazione di esigenze oggettive della società e non per porre in essere programmi negoziali esterni all'organizzazione sociale: in questa ipotesi, infatti, il mercato non opera, trattandosi di vicende caratterizzate dal potere, dove trova spazio solo la prospettiva basata sulla gerarchia. Ne segue che la libera negoziazione tra le parti nella determinazione del prezzo può aversi solo con riguardo a vicende che si esauriscono sul piano dei rapporti interindividuali e non, invece, su quello dell'organizzazione sociale.

²⁰⁶ In questo senso depone anche l'orientamento della giurisprudenza americana per cui vale il principio "*prohibition against post-acquisition gains*".

concreti rischi di abuso da parte della maggioranza dei soci. L'esercizio del potere di riscatto potrebbe infatti comportare l'esclusione del socio dall'eventuale beneficio, in termini di incremento del valore delle azioni, che l'operazione potrebbe comportare, prestandosi in questo modo a strumentalizzazioni poste in essere in suo danno²⁰⁷.

E' quindi corretto concludere che nel caso di riscatto gli amministratori siano tenuti ad aggiornare il valore di riscatto al *momento della sua dichiarazione*; e ciò sia nel caso in cui il perfezionamento dell'operazione societaria sia antecedente rispetto al momento di esercizio del riscatto, sia nell'ipotesi in cui ciò si verifichi prima di questo momento e, da parte degli amministratori non vi è ragionevole certezza che l'operazione possa concludersi. Tale conclusione in realtà poggia non tanto sul possibile rischio di strumentalizzazione in danno del socio riscattando, quanto piuttosto sulla prescrizione che impone di procedere alla valutazione delle azioni anche sulla base del reddito atteso. In quest'ultima ipotesi, tra l'altro, sarà possibile sia liquidare il valore di riscatto sulla base di un criterio già "aggiustato", sia prevedere che il valore di riscatto sia variato, in positivo o in negativo, in un momento successivo alla conclusione dell'operazione mediante una procedura di liquidazione integrativa. Infine, è senz'altro ammissibile una soluzione statutaria che preveda che i meccanismi di aggiustamento vengano regolati ex ante e pattiziamente, lasciando ai soci la possibilità di fissare tempi, modi e termini di calcolo del valore delle azioni in ragione dell'impatto, sul patrimonio della società e sulle sue prospettive reddituali, di eventuali operazioni eseguite in concomitanza

²⁰⁷ Del resto è proprio quello economico il campo sul quale si gioca la partita relativa alla tutela del socio riscattando, rispetto al quale, tra l'altro, l'aggiustamento del valore di riscatto potrebbe essere sia di segno negativo che positivo.

con l'esercizio del riscatto, così come l'individuazione del periodo rilevante a tal scopo²⁰⁸.

Il secondo problema prospettato, attiene alle modalità operative con cui i meccanismi valutativi di default di cui all'art. 2437-ter c.c., trovano applicazione nell'ipotesi di riscatto. Tale problema si pone soprattutto con riguardo al comma 5 dell'art. 2437-ter c.c., che prescrive la regola della preventiva informazione al socio del valore delle azioni oggetto di liquidazione.

La ratio di tale regola risiede nella volontà di protezione del socio recedente e ha la funzione di dotarlo di un'informazione essenziale al fine di assumere la decisione relativa al suo esercizio²⁰⁹.

Parte della dottrina ha rilevato la difficoltà di estendere questa prescrizione alle azioni riscattabili. In particolare è stato osservato che, se tale regola ha la funzione di consentire al socio di scegliere se esercitare o meno il diritto di recesso, non avrebbe alcun senso applicarla all'ipotesi di riscatto²¹⁰. Sarebbe, infatti, improprio ritenere che una comunicazione preventiva del valore delle azioni riscattate risulti idonea a influenzare la volontà del socio riscattato, in ragione della situazione di soggezione in cui egli versa e dell'impossibilità, quindi, di incidere sul processo innescato dall'esercizio del riscatto²¹¹.

Tuttavia, per risolvere la questione di compatibilità di questa regola con la disciplina del riscatto, è necessario identificare gli scopi che tramite la sua

²⁰⁸ M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, 2013, p. 228 ss.

²⁰⁹ Le funzioni della comunicazione del valore di liquidazione delle azioni nell'ambito del diritto di recesso sono analizzate da A. PACIELLO, L'art.2437-ter, in G. Niccolini – A. Stagno d'Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, II, Napoli, 2004, p. 1125.

²¹⁰ D. GALLETTI, Art. 2437-sexies, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, II, Padova, 2005, p. 1638.

²¹¹ In tal senso, M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013, p. 243.

applicazione potrebbero essere perseguiti nell'ambito di tale istituto. Invero, nell'ambito del riscatto, la regola della preventiva comunicazione della determinazione del valore delle azioni, se, da un lato, non è funzionale alla formazione della volontà del socio in merito al suo esercizio, dall'altro assume carattere strumentale rispetto all'attivazione della procedura di contestazione del valore delle azioni ai sensi dell'art. 2437-ter comma 6 c.c.²¹². Proprio per questo motivo, tale regola, deve risultare applicabile anche nell'ambito della disciplina delle azioni riscattabili, ovviamente, con i dovuti aggiustamenti. Innanzitutto la disposizione non potrà applicarsi integralmente al riscatto e l'informativa al socio non potrà essere preventiva, ma dovrà comunque essere effettuata. Quanto alle modalità con cui informare il socio, la compatibilità della regola con il riscatto passa attraverso l'applicazione di alcuni aggiustamenti con riguardo alla fattispecie di esercizio del diritto di recesso che prescindono dall'assunzione di una deliberazione²¹³. Adottando tali aggiustamenti: (i) gli amministratori siano tenuti a comunicare il valore di riscatto al socio al momento della conoscenza del suo esercizio, dovendosi questa circostanza reputarsi equivalente al "*fatto diverso da una deliberazione*" cui si riferisce l'art.2437-bis in tema di recesso; (ii) il socio è legittimato a richiedere l'indicazione del valore delle azioni, in modo da poterlo contestare; (iii) vanno adottate specifiche pattuizioni statutarie, ad esempio, sospendendo il termine per l'esercizio del recesso sino al momento della comunicazione del valore delle azioni da parte della società²¹⁴.

²¹² In questo senso, N. CIOCCA Art. 2437-sexies c.c., in G. Marasà, N. Ciocca, Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento degli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile, Padova, 2011.

²¹³ Sul punto, M. STELLA RICHTER JR., Diritto di recesso e autonomia statutaria, in Riv. Dir. comm., 2004.

²¹⁴ Tale ultimo accorgimento è suggerito da A. PACIELLO, Il diritto di recesso nella s.p.a.: primi rilievi, in Riv. dir. comm., 2004.

Problemi di compatibilità sono sollevati anche dalla regola che accorda al socio recedente il diritto di contestare la valutazione delle azioni e che disciplina la procedura per affidarne la determinazione a un terzo, nominato dal tribunale²¹⁵. Tuttavia, vi sono almeno due ordini di motivi che conducono a concludere per una soluzione positiva del test di compatibilità. In primo luogo, infatti, la posizione del socio riscattato è senz'altro meritevole di tutela sotto il profilo della corretta quantificazione economica del valore delle azioni rispetto alla quale il diritto di contestazione è funzionale. Ciò a maggior ragione se si considera che non è riconosciuto al socio riscattato alcun “diritto di ripensamento” rispetto al trasferimento delle azioni, diritto che si ritiene sia invece concesso al socio recedente²¹⁶. In secondo luogo, il diritto di contestazione è strumentale alla corretta valorizzazione delle azioni: se quindi la dottrina propende per l'ammissibilità di quest'ultima regola, non vi sono motivi per escludere l'applicabilità anche della regola della contestazione del valore azionario alle azioni riscattabili²¹⁷.

²¹⁵ Il riferimento è all'art. 2437-ter del codice civile.

²¹⁶ Il tema è stato oggetto delle considerazioni della dottrina ante riforma con specifico riguardo alla posizione del socio recesso favorevole all'adozione della delibera rispetto alla quale, in un secondo momento, si sia determinato ad esercitare il diritto di recesso. In particolare la dottrina, riscontrando la contraddittorietà tra la manifestazione del consenso e l'esercizio del recesso ha generalmente negato il riconoscimento di un diritto di pentimento: è opportuno citare in tal senso le considerazioni di D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000.

Un limitato spazio di manovra veniva, invece, riconosciuto solo in presenza di una fattispecie in cui il socio avesse ottenuto una pronuncia di annullamento del voto: così G. SANTINI, *Società a responsabilità limitata*, in *Commentario del codice civile. Scialoja-Branca*, a cura di F. Galano, 1992.

Dopo la riforma del diritto societario, il tema è stato ancora oggetto dell'esame della dottrina. In senso favorevole alla revoca della dichiarazione di recesso, A. PACIELLO, *Art. 2437-ter*, in G. Nicolini – A. Stagno D'Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, II, Napoli, 2004, per il quale il socio può revocare la dichiarazione di recesso fino a quando non si realizzi il trasferimento delle azioni, essendo la disciplina del recesso “posta a presidio del suo interesse a realizzare l'investimento mentre non ne è rinvenibile altro contrapposto che possa ricevere protezione dell'indisponibilità della dichiarazione”.

²¹⁷ In tal senso si vedano le osservazioni di M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013, p. 246.

Ovviamente, anche in questo caso, sono necessari alcuni correttivi con i quali adeguare la regola all'istituto delle azioni riscattabili.

Infatti, nel caso dell'esercizio del diritto di recesso la procedura deve essere attivata contestualmente alla manifestazione di volontà di recedere. Al contrario, l'avvio della procedura di contestazione del valore delle azioni riscattate non può avvenire contestualmente all'esercizio del potere di riscatto, posto che l'esercizio di tale potere e la procedura di contestazione sono atti riconducibili a due soggetti diversi²¹⁸. Piuttosto, sembra ragionevole ritenere che il momento nel quale è possibile avvalersi del rimedio previsto dall'art. 2437-ter comma 6 c.c. debba coincidere con la ricezione della dichiarazione di riscatto, e cioè quando la prospettiva del disinvestimento coattivo dalla società diviene effettiva realtà²¹⁹.

Infine, è necessario verificare quale sia il termine entro il quale il socio possa invocare la procedura di contestazione. Nel silenzio dello statuto, per stabilire il lasso temporale entro cui proporre opposizione si potrebbe, forse, far ricorso in via analogica al termine di trenta giorni previsto dall'art. 2437-bis, comma 1, ult. prop. c.c. per il recesso legittimato da fatti diversi da una deliberazione²²⁰.

6.4. Il procedimento di liquidazione delle azioni riscattate.

²¹⁸ In tal senso M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013, p. 247.

²¹⁹ In senso contrario M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa*, 2005, p. 57, il quale assume che l'autorizzazione dell'acquisto delle azioni proprie debba seguire l'esercizio del diritto di riscatto. In questo modo si fa decorrere dal momento dell'iscrizione della delibera ex art.2357-ter c.c. il momento da cui il socio riscattato possa attivare la procedura di contestazione.

²²⁰ Una diversa soluzione è prospettata da N. CIOCCA, *Art. 2437-sexies*, in G. MARASANA' – N. CIOCCA, *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento agli artt. 2437 – 2437-sexies del Codice Civile*, Padova, 2011, p. 42, per la quale in mancanza di un'indicazione da parte dello statuto, l'unico limite temporale sarà costituito dall'accettazione del prezzo senza riserve.

I maggiori nodi interpretativi sono poste dal rinvio che l'art.2437-*sexies* c.c. opera all'art. 2437-*quater* c.c.²²¹, che disciplina il procedimento di liquidazione delle azioni del socio receduto.

Le perplessità emerse in dottrina fanno leva su varie argomentazione fondate, in particolare, sulla natura facoltativa del riscatto e sull'inversione dei termini giuridici del rapporto società-socio rispetto al recesso, essendo il socio a subire l'iniziativa della società nel caso del riscatto; sulla circostanza che la potestatività del riscatto non giustifica la subordinazione della società tra i soggetti legittimati all'acquisto delle azioni; sulla considerazione infine che, in tal modo non si potrebbe attuare la previsione statutaria di un potere di riscatto proprio in capo alla società²²².

Non mancano tuttavia opinioni di senso opposto fondate sulla natura inderogabile dell'articolo 2437-*quater* c. c. e sulle esigenze di tutela del patrimonio sociale dal pericolo di depauperamento derivante dall'acquisto delle azioni conseguente al recesso²²³.

²²¹ L'articolo in oggetto in particolare dispone che: “Gli amministratori offrono in opzione le azioni del socio recedente agli altri soci in proporzione al numero delle azioni possedute. L'offerta di opzione va depositata presso il registro delle imprese entro quindici giorni dalla determinazione definitiva del valore di liquidazione. Per l'esercizio del diritto di opzione deve essere concesso un termine non inferiore a trenta giorni dal deposito dell'offerta. Coloro che esercitano il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni che sono rimaste non optate. Se i soci non acquistano in tutto o in parte le azioni del recedente, gli amministratori possono collocarle presso terzi; nel caso di azioni quotate, il loro collocamento avviene mediante offerta nei mercati regolamentati. In caso di mancato collocamento entro centottanta giorni dalla comunicazione del recesso, le azioni del recedente vengono rimborsate mediante acquisto da parte della società usando le riserve disponibili anche in deroga alle disposizioni dell'art.2357 co.3. In assenza di utili e riserve disponibili deve essere convocata l'assemblea straordinaria per deliberare la riduzione del capitale sociale o lo scioglimento della società”.

²²² In tal senso, M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa*, 2005, I; A. PACIELLO, *Art.2437-*sexies* c.c.*, in G. Nicolini – A. Stagno D' Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, II, Napoli, 2004.

²²³ Favorevole invece all'applicazione dell'art. 2437-*quater* c.c., in quanto norma inderogabile, D. GALLETTI, *Art. 2437-*sexies* c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Mafferi Alberti, II, Padova, 2005, p. 1639, per il quale «L'inderogabilità dell'art. 2437-*quater* non parrebbe discutibile, dato che i soci non sembrerebbero in grado di trattare efficacemente per la redistribuzione dei titoli riscattati (in fondo è la stessa *ratio* che fonda il diritto di opzione), e quanto alla “gradualità” delle soluzioni liquidative che prima esplorano la possibilità di utilizzare risorse disponibili, e soltanto

A fronte di queste indicazioni di diverso segno si ritiene che, sotto tale profilo, la ricostruzione della disciplina delle azioni riscattabili richieda di trattare distintamente l'ipotesi di riscatto esercitato dalla società e quella in cui esso venga esercitato dai soci²²⁴.

Nel caso in cui lo statuto attribuisca il potere di riscatto ai soci si riscontra una totale inconciliabilità tra le regole dettate dall'art. 2437-*quater* c.c. e la fattispecie delle azioni riscattabili. Infatti, il conferimento statutario di un diritto potestativo al riscatto in capo ai soci, dagli stessi liberamente esercitabile corrispondendo il prezzo di riscatto, esclude a priori la necessità del coinvolgimento di risorse di terzi o della società, previsto invece nel procedimento di cui all'art. 2437-*quater* c.c.

Più problematica è, invece, la fattispecie di attribuzione del riscatto in capo alla società, dal momento che, in tal caso, le ricadute sul patrimonio sociale dell'esercizio del riscatto potrebbe generare il dubbio circa la necessità di rispettare in maniera piena l'ordine prefigurato dal legislatore per il recesso.

In particolare, in tal caso, ci chiede se, in presenza di una clausola che si limiti ad attribuire il potere di riscatto a favore della società, sia necessario, nel silenzio dello statuto, applicare le disposizioni dettate in tema di recesso oppure se il riscatto possa essere esercitato in via diretta dalla società.

Per sciogliere un tale dubbio, può innanzitutto rilevarsi che la *ratio* dell'articolo 2437-*quater* c.c., consiste, secondo un recente orientamento dottrinale²²⁵, in una tecnica finalizzata, tramite la riallocazione delle azioni presso i soci o i terzi, ad

dopo attingendo al capitale, la norma afferisce anche a situazioni giuridiche soggettive "esterne" alla società, e come tale non è tangibile».

²²⁴ Questa è la tesi espressa da M.L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, 2013, Milano, p. 248 ss.

²²⁵ In tal senso, C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009.

agevolare la società nel reperimento all'esterno delle risorse necessarie per adempiere la propria obbligazione nei confronti del recedente; e, in secondo luogo, che sussiste una sostanziale differenza tra la posizione giuridica soggettiva in cui versa la società nel caso in cui sia legittimata a esercitare il potere di riscatto, piuttosto che in quella, di obbligo, in cui si trova per effetto dell'effetto dell'esercizio del recesso.

Rispetto al riscatto di azioni non sussiste né l'esigenza del reperimento di risorse finanziarie, né una situazione di obbligo della società. Sarebbe, poi, irrealistico pensare che quest'ultima eserciti comunque tale potere, pur non essendovi tenuta, anche in una situazione di assenza di utili e di riserve per soddisfare l'esigenza di rimborso delle azioni. Questo motivo sarebbe sufficiente per far venire meno qualsiasi esigenza di collocare la società in subordine, tra i soggetti tenuti alla liquidazione delle azioni della parte riscattata qualora lo statuto non si esprima a riguardo²²⁶. Tuttavia, nonostante quest'analisi possa condurre a concludere nel senso di una sostanziale incompatibilità tra l'art.2437-*quater* c.c. e le azioni riscattabili, è necessario approfondire il discorso anche tenendo conto delle modalità con cui, nelle due ipotesi, si verifica il procedimento di liquidazione. Al riguardo, la soluzione più adeguata è quella di ritenere che l'art.2437-*quater*

²²⁶ D'altro canto, proprio la preoccupazione di tutelare l'integrità del capitale sociale animava parte della dottrina e della giurisprudenza che, prima della riforma, hanno negato la possibilità di ampliare convenzionalmente le ipotesi di "uscita" dalla società. Le esigenze di protezione del patrimonio sociale sono state, in particolare, messe in luce da D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000. In senso contrario, L. DE ANGELIS, *La trasformazione delle società*, Milano 1998. Anche parte della giurisprudenza di era espressa contro l'estensione delle cause di recesso: vedi Cass, 28 ottobre, n. 5790, in *Giustizia civile (Mass.)*, 1980; Cass. 20 settembre 1995 n.9975, in *Giurisprudenza.it*, 1996; App. Milano, 16 settembre 2001, in *Giurisprudenza di merito*, 2002.

Tuttavia, la dottrina post riforma ha messo in luce il fatto che le preoccupazioni di tutela del patrimonio sociale siano poco giustificate anche con riguardo alla disciplina del diritto di recesso, in quanto, la società è generalmente consapevole dell'esistenza di riserve disponibili sufficienti per rimborsare la partecipazione del socio receduto, prima ancora che gli amministratori diano inizio al collocamento delle azioni sul mercato. In tal senso si veda A. PACIELLO, *Art. 2437-*quater* c.c.*, in G. Nicolini – A. Stagno D'Alcontres (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, II, Napoli, 2004.

rappresenti il regime legale, applicabile in ogni caso di riscatto delle azioni da parte della società che comporta, quindi, l'avviamento del procedimento di riscatto in opzione ai soci e ai terzi.

A ben vedere, non si riscontrano argomenti di ordine letterale o sistematico in contrasto con l'applicazione della procedura di liquidazione anche alle azioni riscattabili. D'altra parte, anche da un punto di vista funzionale, non emergono sostanziali differenze tra l'ipotesi di riscatto esercitato dalla società nel rispetto dello schema previsto dall'art. 2437-*quater* c.c. e quello in cui la società riscatti le azioni direttamente, dato che le due fattispecie differiscono solo in ragione del titolo in forza del quale viene effettuato il trasferimento delle azioni ai soci. Nella prima ipotesi, infatti, essi acquistano le azioni in seguito all'esercizio di opzione di secondo grado, mentre quando le azioni vengono riscattate direttamente dalla società, la cessione si realizza in forza del rapporto giuridico potestativo tra la parte riscattante e la parte riscattata²²⁷.

Piuttosto, un'ulteriore questione riguarda la natura del regime legale, ossia se esso rappresenti solamente il regime di *default*, risultando, quindi, derogabile dall'autonomia privata. A tal proposito, si deve propendere per una soluzione positiva, alla luce del fatto che nel caso del riscatto, non si presenta alcuna esigenza di tutela del patrimonio sociale che giustifica, invece, l'inderogabilità di queste regole nel caso di recesso.

Infine, circa l'obbligo di riduzione del capitale sociale o, a discrezione dei soci, dello scioglimento della società, previsto dal comma 6 dell'art.2437-*quater*, la sua incompatibilità con le azioni riscattabili può essere agevolmente argomentata,

²²⁷ In tal senso M.L. VITALI, Le azioni riscattabili, in Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, 2013, p. 250.

rilevando “l’insensatezza dell’imposizione di un obbligo siffatto nell’ambito di una fattispecie di acquisto facoltativo delle proprie azioni”²²⁸. Infatti, se, al verificarsi delle circostanze previste nella clausola, non dovessero sussistere le condizioni patrimoniali per procedere al riscatto “non finalizzato” ex art. 2357 c.c., la società non potrà esercitare il diritto potestativo che lo statuto le riconosce.

6.5. Effetti e conseguenze dell’acquisto di azioni proprie a seguito dell’esercizio del riscatto a opera della società.

Nell’ipotesi in cui il diritto di riscatto sia esercitato dalla società, l’ultima parte dell’art. 2437-*sexies* c.c. fa salva l’applicazione della disciplina degli art. 2357 e 2357-*bis*, in tema di acquisto di azioni proprie.

In questa ipotesi, il un giudizio di compatibilità rispetto alla clausola di riscatto è già risolto a monte dal legislatore, in forza della parziale sovrapposizione delle due fattispecie.

Anche se nei due istituti l’effetto traslativo delle azioni si produce in forza di un diverso titolo²²⁹, si rinviene una sostanziale coincidenza delle due fattispecie, dal punto di vista effettuale, in quanto, in entrambe le ipotesi, si verifica un trasferimento delle azioni a favore della società²³⁰.

²²⁸ N. CIOCCA, *Art. 2437-*sexies* c.c.*, in G. MARASA’ – N. CIOCCA, *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento agli art.2437- 2437-*sexies* del Codice Civile*, Padova, 2011.

²²⁹ Nel caso di riscatto l’effetto traslativo trova la propria fonte nell’esercizio di un atto unilaterale dotato di natura potestativa; invece, nell’ipotesi di acquisto di azioni proprie tale effetto può realizzarsi in dipendenza del negozio giuridico di volta in volta realizzato dalle parti (es. compravendita). M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013.

²³⁰ M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013, p. 253.

Quindi, in linea di principio, tutte le regole prescritte dagli art.2357 e 2357-*bis* c.c., dovrebbero essere integralmente applicate nel caso in cui sia la società ad esercitare il potere di riscattare.

La coincidenza fattuale dei due fenomeni avalla, inoltre, l'applicazione alle azioni riscattabili di tutta la residua disciplina delle azioni proprie dettate dall'art.2357-*ter* c.c., sebbene non espressamente richiamate: ciò accade ovviamente in tutti i casi in cui, successivamente al riscatto, la società non rimetta i titoli in circolazione, come dovrebbe sempre accadere dato che si tratta di un riscatto non finalizzato alla riduzione del capitale sociale. Infatti, una volta riscattate e mantenute in portafoglio, le azioni non possono essere soggette a un trattamento diverso rispetto a quello prescritto dall'art.2357-*ter* c.c., non rilevando il titolo in forza del quale si è verificato il trasferimento a favore della società²³¹

In forza all'art.2351 co.1 cc, *“la società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato”*. La disposizione risponde all'esigenza di evitare che l'operazione possa tradursi in una violazione delle prescrizioni a tutela del capitale

²³¹ Una particolare attenzione merita il disposto del comma 1 dell'art.2357-*ter* c.c., in quanto (simmetricamente a quanto previsto dall'art. 2357 comma 2), subordina la disponibilità delle azioni acquistate, da parte degli amministratori, a una nuova autorizzazione assembleare che ne deve stabilire le relative modalità; la riforma del diritto societario del 2003 ha affiancato, a tale previsione, quella per cui, in ragione di eventuali operazioni di acquisto e vendita, successive alla prima, l'assemblea debba concedere la propria autorizzazione. Non sembrano invece porsi dubbi in merito all'applicazione alla disciplina delle azioni riscattabili del comma 2 dell'art.2357-*ter* c.c. Per le stesse ragioni sopra esposte, infatti, non avrebbe senso negare il diritto all'utile e quello di opzione vengano attribuiti proporzionalmente alle altre azioni e, quindi, anche a quelle riscattabili per le quali non sia stato ancora esercitato il riscatto; anche il diritto di voto risulterà sospeso, secondo le indicazioni dell'ultima parte del comma 2. Una soluzione analoga merita anche il quesito relativo all'applicabilità di quella parte della norma (comma 3) relativa alla predisposizione di una riserva indisponibile pari all'importo delle azioni riscattate. Coerentemente con la funzione di tale previsione sembra corretto ritenere che tale appostamento in bilancio debba essere effettuato al momento dell'esercizio del riscatto e che non sia necessario nell'ipotesi di immediata cessione delle azioni ed altri soci o a un terzo.

sociale²³²; esigenza che esiste naturalmente anche in caso di riscatto azionario esercitato dalla società.

La regola che fissa i limiti quantitativi all'acquisto delle azioni proprie non contrasta con le previsioni dell'art.2437-*sexies* c.c., nonostante l'intervenuta modifica dell'art.2357, comma 3, c.c.²³³, la quale, da un lato ha fissato il valore nominale delle azioni proprie alla quinta parte del capitale sociale²³⁴ e, dall'altro, ha circoscritto l'ambito di applicazione della prescrizione alle sole società aperte.

Il nuovo regime ha piuttosto avuto l'effetto di rendere praticabile l'ipotesi in cui una società chiusa, che abbia emesso tutte azioni riscattabili, le riscatti per intero, concretizzando l'ipotesi priva di soci finalizzata al ricambio totalitario della compagine sociale²³⁵.

L'ultimo inciso comma 3 dell'art.2357 c.c., infine, prescrive che “*possono essere acquistate solo azioni integralmente liberate*”. Tale regola è diretta a evitare che la società si trovi a essere creditrice e debitrice di se stessa per la residua parte di conferimento, con un possibile danno per l'effettività del capitale sociale; e che gli

²³² Una siffatta previsione è in linea con lo spirito della Seconda Direttiva (dir. 77/91/CEE). Come evidenziato dal quarto considerando i vincoli ivi posti – inclusi quelli sanciti dall'art. 39 in materia di azioni riscattabili – sono volti a salvaguardare il capitale sociale, che costituisce una garanzia per i creditori, vietando in particolare indebite distribuzioni agli azionisti anche in forma di acquisto di azioni proprie.

²³³ Il riferimento è alla L. 33/2009 di conversione al D.L. 5/2009 recante “*Misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi*”. Il d.lgs. 142/2008 di recepimento delle modifiche adottate in sede comunitaria con riguardo al testo della Seconda Direttiva, aveva in precedenza modificato tale limite, fissandolo nella decima parte del capitale sociale e circoscritto, come nell'attuale testo del codice civile, l'ambito di applicazione alle sole società facenti ricorso al mercato del capitale di rischio.

²³⁴ Tale limite è valutabile solo in sede di esercizio del riscatto e non in sede di emissione di azioni.

²³⁵ M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013, p. 255; M. STELLA RICHTER JR., *Novità in tema di acquisto delle proprie azioni*, in *Riv. Dir. comm.*, p. 298.

amministratori procedano all'acquisto di azioni proprie, con lo scopo esclusivo di liberare alcuni soci dall'obbligo di effettuare i versamenti residui²³⁶.

La regola trova spazio anche nel caso del riscatto esercitato da parte della società, venendosi a paventare anche in questo caso lo stesso danno al capitale sociale.

Questa condiziona dovrà risultare soddisfatta quando la società eserciti il riscatto.

E' affidata, invece, all'interpreta la risoluzione del problema del coordinamento generato dalla serie di rinvii incrociati e dalle deroghe all'art.2357 c.c., in particolare, al suo terzo comma.

Infatti, l'art.2357-*sexies* c.c. richiama questa norma nel caso di esercizio di riscatto da parte della società ed essa è applicabile anche a questa fattispecie, in assenza della prescrizione del test di compatibilità.

Tuttavia, l'art.2437-*sexies* c.c. rinvia anche al quinto comma dell'art. 2437-*quater* c.c., applicabile nei limiti della compatibilità con l'istituto del riscatto di azioni.

Quest'ultima disposizione, in particolare consente di derogare ai limiti quantitativi all'acquisto di azioni previsti con riguardo alle sole "società aperte" dal terzo comma dell'art.2357 c.c.

L'interprete deve quindi chiedersi se debba ritenersi assorbente il rinvio diretto effettuato dall'art.2437-*sexies* c.c. all'art.2357 c.c. oppure la deroga indiretta a

²³⁶ Questa norma ricalca la disciplina dell'art. 39 lettera b) della Seconda direttiva Comunitaria. La stessa impostazione è adotta legislatore inglese nella section 686 del Companies Act del 2006. Interessanti sono le riflessioni di M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano 2013. L'autore che rileva l'applicabile di tale norma all'istituto delle azioni riscattabili finisce per far dipendere l'operatività dell'art.2437-*sexies* c.c. e, in particolare del diritto potestativo, dalla condotta dei soci che sono destinati a subirne gli effetti. «Da ciò potrebbe discendere una possibile distorsione nelle modalità attuative del riscatto, qualora si registrasse un inadempimento del socio rispetto alla liberazione delle azioni, nonostante le possibili conseguenze derivanti dall'applicazione delle regole che sanzionano il comportamento del socio moroso (art.2344 c.c.). Il problema poteva essere evitato prevedendo l'integrale liberazione delle azioni riscattabili al momento stesso della loro sottoscrizione».

quest'ultima norma in forza della compatibilità con l'istituto delle azioni riscattabili, del quinto comma dell'art.2437-*quater* c.c.

In base ad autorevole dottrina²³⁷, questo nodo interpretativo va risolto applicando la regola generale prevista dalla disciplina dell'acquisto delle azioni proprie, con conseguente rispetto della prescrizione relativa al limite quantitativo ivi previsto. La soluzione si fonda sulla constatazione che il rinvio all'art.2437-*quater* comma 5 c.c. viene effettuato dall'art.2437-*sexies* c.c. nei “*limiti della clausola di compatibilità*” e che, inoltre, la disposizione dettata per la disciplina del recesso e della liquidazione delle azioni è una norma di applicazione residuale e di carattere speciale, nel senso che la deroga all'art.2357 c.c. trova giustificazione solo in presenza di un “mancato collocamento delle azioni ai sensi delle disposizioni precedenti”²³⁸.

L'art.2437-*sexies*, rinvia infine ai casi speciali di acquisto di azioni proprie, disciplinati dall'art.2357-*bis* c.c.

La dottrina dominante ritiene che il rinvio operato dalla norma sia limitato alla fattispecie di riscatto regolata dal comma 1, n. 1) dell'articolo, che disciplina il caso in cui l'acquisto di azioni proprie avvenga “in esecuzione di una deliberazione dell'assemblea di riduzione del capitale da attuarsi mediante riscatto e annullamento delle azioni”²³⁹.

²³⁷ Prima della riforma in tal senso G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 2*, Torino, 1999; Dopo la riforma M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013.

²³⁸ M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013.

²³⁹ Il ricorso della clausola di riscatto di azioni, infatti, è incompatibile, in primo luogo, con un trasferimento delle partecipazioni a titolo gratuito, in ragione del principio di equa valorizzazione affermato dall'art.2437-*sexies* c.c., tramite il rinvio alla disciplina del recesso. La stessa conclusione vale poi con riguardo alla fattispecie di acquisto di azioni proprie in seguito a successione, fusione o scissione, in quanto essa contempla peculiari modalità di trasferimento delle azioni che non sono compatibili con il riscatto. Invece una conclusione diversa, vale per il caso di esecuzione forzata delle azioni, funzionale al soddisfacimento di un credito della società. Si ritiene infatti che la

Rispetto a questo rinvio operato dall'art.2437-*sexies* c.c., la dottrina ha assunto orientamenti significativamente diversi. Infatti, da parte di alcuni si è sottolineata la superfluità del rinvio; altri invece, hanno rinvenuto, in questo richiamo, l'intenzione del legislatore di includere le azioni riscattabili nel catalogo dei casi speciali di acquisto di azioni proprie previste dall'art.2357-*bis* c.c., in ragione di un'interpretazione esaustiva della nozione di riscatto; secondo un altro orientamento ancora il rinvio all'art.2357-*bis* c.c. troverebbe giustificazione al fine di disciplinare particolari ipotesi di riscatto, esercitato sulla base di presupposti diversi dall'esuberanza del capitale e indipendentemente dall'assunzione di una precedente delibera di riduzione del capitale; si è, infine, giustificato il contestuale richiamo agli art.2357 e 2357-*bis* c.c. alla luce della considerazione che, in questo modo, il legislatore avrebbe voluto chiarire che il termine per alienare le azioni riscattate in eccedenza sarebbe quello triennale previsto dall'ultimo comma dell'art.2357-*bis* c.c., in luogo di quello annuale dell'art.2357 comma 4 c.c. A tal riguardo va, tuttavia, rilevato che non vi è alcuno spazio per applicare il termine "lungo", in quanto l'ultimo comma dell'art.2357-*bis* c.c. ne limita l'ambito di applicazione alle sole ipotesi di "acquisti avvenuti a norma dei numero 2), 3) e 4) e, quindi, per fattispecie per cui l'acquisto delle azioni avviene, generalmente in forza di un titolo differente rispetto al riscatto e che, anzi, è addirittura incompatibile con le prime due ipotesi (n.2 e 3) contemplate dalla norma.

Dall'analisi di tali norme si desume, quindi, che la disciplina dell'art.2437-*sexies* c.c. rappresenti lo "statuto generale" delle clausole di riscatto che viene completato, con riguardo alla sola fattispecie di riscatto esercitato da parte della società, dalle

disciplina generale delle clausole di riscatto sia compatibile con questa ipotesi che, dopotutto, ne rappresenta una particolare applicazione. Tuttavia fondamentale resta il richiamo al n.1 dell'articolo.

disposizioni dell'art.2357 c.c. e dalle prescrizioni in tema di autorizzazione assembleare²⁴⁰. Al contrario, l'art.2357-*bis* c.c. disciplina un regime speciale di riscatto in considerazione delle finalità cui il suo esercizio è diretto e che giustifica la deroga al rispetto dei limiti di cui all'art.2357-*bis* c.c. La ratio del rinvio operato dal legislatore all'art.2357-*bis* c.c. si fonda quindi su un rapporto di *genus ad speciem*, tale da rendere compatibile l'eventuale combinazione delle due disposizioni. In questo senso, pertanto, l'autonomia privata potrà formulare la clausola di riscatto di azioni ex art.2437-*sexies* c.c. in modo tale da prevedere l'attribuzione alla società del potere di riscattare tutte le azioni o categorie di azioni con lo scopo di provvedere al loro successivo annullamento, beneficiando, in questo modo, del regime derogatorio dell'art.2357-*bis*.

La peculiare fattispecie di riscatto dell'art.2357-*bis* c.c. legittima un quesito relativo al valore di rimborso delle azioni: il dubbio discende dalla combinazione delle disposizioni contenute negli art.2357-*bis* e 2437-*ter* c.c., in forza del richiamo operato a entrambe le disposizioni da parte dell'art.2437-*sexies* c.c.

Ci si chiede, in particolare, se le azioni ex art.2437-*sexies* c.c., vengono riscattate per essere annullate, il rimborso possa avvenire al valore nominale o, in alternativa, mediante assegnazione di azioni di gradimento ex art.2353 c.c. Al riguardo potrebbe infatti proporsi una lettura che valorizzi la fattispecie "riduzione del capitale sociale", prescindendosi dai criteri di valutazione previsti dall'art.2437-*ter* c.c., richiamati nei limiti della compatibilità dell'art.2437-*sexies* c.c. Questa deve ritenersi la soluzione da seguirsi qualora si presentino gli elementi della fattispecie regolata dall'art.2357-*bis* c.c. e quindi quando il riscatto sia preceduto da una

²⁴⁰ In tal senso M. L. VITALI, Le azioni riscattabili, in Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, 2013, p. 268.

delibera di riduzione del capitale sociale e risulti strumentale alla sua esecuzione, con conseguente annullamento delle azioni: al contrario, qualora il riscatto non sia diretto a tale scopo, trova spazio l'applicazione dei criteri di valorizzazione contemplati dall'art.2437-ter c.c.

6.6. L'autorizzazione assembleare preventiva all'esercizio del potere di riscatto.

Uno dei principali punti di crisi attivati dalla tecnica di rinvio utilizzata dal legislatore nell'art. 2437-sexies c.c., è rappresentato dalla questione se, rinviando tale articolo alla disciplina delle azioni proprie contenuta nell'art.2357 c.c., vi sia la necessità di un'autorizzazione assembleare per effettuare il riscatto²⁴¹.

Il dibattito su questo punto si era particolarmente sviluppato anteriormente alla riforma del diritto societario. Nella dottrina pre-riforma dominava la tesi contraria alla necessità dell'autorizzazione assembleare²⁴², fondata sulla considerazione della non ricorrenza, nella fattispecie del riscatto, delle ragioni che giustificano l'intervento dei soci nel procedimento di acquisto di azioni proprie da parte della società. Si sosteneva, infatti, che l'autorizzazione assembleare occorrente per l'acquisto delle proprie azioni avrebbe la funzione di limitare la discrezionalità degli amministratori in ordine al compimento di un'operazione idonea a incidere sull'organizzazione societaria; al contrario, una simile esigenza non ricorre nel caso

²⁴¹ Interessante indagine sul punto è stata condotta da A.BUSANI e M. SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, in *Le Società*, 2012. Contra M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa* 2005. L'autrice ritiene pacifica, a causa della pressoché integrale sovrapposibilità tra la fattispecie dell'acquisto di azioni proprie e quella del riscatto azionario, l'applicabilità delle restanti parti della disciplina dell'acquisto di azioni proprie, ivi compreso l'apparato sanzionatorio di cui al comma 4 dell'art. 2357 c.c.

²⁴² In tal senso GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000, p.134; L. CALVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano 1995, p.22.

di acquisto di azioni in esecuzione di una clausola di riscatto, a causa della predeterminazione, a livello statutario, delle condizioni che legittimano la società all'esercizio del riscatto stesso²⁴³.

Peraltro, in punto di interpretazione, non era di supporto, e non lo è tutt'ora, la disposizione contenuta nell'art. 39 della Seconda direttiva, dato che essa non fa menzione della necessità di un'autorizzazione assembleare.

In senso opposto a tale prevalente orientamento espresso ante riforma, è stata avanzata, post riforma, l'opinione²⁴⁴ secondo cui la tesi contraria all'autorizzazione assembleare non sarebbe meritevole di adesione in quanto essa trascurerebbe di considerare l'assoluta identità di situazioni tra la posizione della società nell'ipotesi del riscatto e la posizione della società medesima in caso di acquisto di azioni proprie, con la conseguente necessità di applicare a queste due identiche situazioni un identico regime giuridico. Secondo questa tesi, infatti, il riscatto di azioni da parte della società si configurerebbe, in ogni caso, come un atto discrezionale degli amministratori, avente ad oggetto il trasferimento di azioni in favore dell'emittente, destinato a riflettersi sulla struttura patrimoniale della società e sulla posizione dei soci. Ne deriverebbe pertanto la necessità di un'autorizzazione assembleare anche

²⁴³ In particolare, secondo L. CLAVOSA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano, 1995, p. 23 «gli amministratori agiscono in esecuzione, appunto della clausola la quale, a ben vedere, costituisce in linea generale un *quid pluris* rispetto alla delibera dell'assemblea, tanto più ove si consideri che la clausola stessa può ritenersi legittima solo se operante in relazione a situazioni specifiche, obiettive e predeterminate, che non lascino spazio alla discrezionalità degli amministratori e quindi a possibili loro comportamenti abusivi»; dall'altra parte «la conclusione dell'attribuzione della competenza relativa all'esercizio del riscatto di azioni previsto statutariamente non sembrerebbe contrastare neppure con la competenza esclusiva dell'assemblea a decidere in ordine all'impiego di utili. E ciò non solo in quanto in tal caso l'impiego è già fissato nell'atto costitutivo, ma anche perché potrebbe sostenersi che l'esborso da parte della società per l'acquisto di azioni proprie non sarebbe qualificabile come distribuzione di utili in senso tecnico».

²⁴⁴ In tal senso M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa* 2005

per il riscatto di azioni proprie da parte della società, al pari di quanto accade per qualsiasi altra fattispecie di acquisto di azioni proprie.

Del resto, il dato letterale contenuto nell'art.2437-*sexies* c.c., mediante rinvio espresso all'art.2357 c.c., pare sgombrare il campo a qualsiasi dubbio.

Una parte della dottrina, tuttavia, si è espressa ancora in termini contrari a questa interpretazione, proponendo di limitare la necessità dell'intervento dell'assemblea alle sole ipotesi in cui la clausola non descriva, nel dettaglio, l'evento previsto quale condizione di riscatto: infatti, nel caso in cui la clausola sia sufficientemente articolata nel determinare tali condizioni, la competenza ad esercitare il riscatto è devoluta agli amministratori, pur nel rispetto dei limiti prescritti dall'art.2357, commi 1 e 3 c.c.; per il diverso caso in cui la clausola sia formulata in modo generico, la competenza dovrebbe invece tornare in capo all'assemblea dei soci.

Tale orientamento non risulta, tuttavia convincente, proprio a causa del fatto che propone soluzioni differenziate per le due ipotesi e in ragione delle conseguenze che esso potrebbe produrre in termini di incertezza del sistema e dei rapporti giuridici tra parte riscattante e parte riscattata.

Altra parte della dottrina, invece, ha prospettato la necessità dell'intervento assembleare in ogni fattispecie di riscatto, valorizzando, in questo modo, la lettera dell'art.2437-*sexies* c.c. e del richiamato art. 2357 c.c.

Tale soluzione si fonda sulla constatazione che il riscatto in capo alla società, pur accordando un potere discrezionale agli amministratori, non ha l'effetto di mutare il rapporto tra questi ultimi e l'assemblea e che la predeterminazione statutaria non è idonea a eliminare la discrezionalità degli amministratori nell'esercizio del potere di riscatto: anche in tal caso, infatti, permangono “tutte quelle esigenze formali e

sostanziali che fondano l'attivazione dell'organo assembleare per l'acquisto di azioni proprie da parte dell'emittente"²⁴⁵, esigenze riguardanti in particolare, la necessità che i soci manifestino la propria volontà sia in merito all'indisponibilità di una quota degli utili distribuibili e delle riserve disponibili, sia con riguardo all'alterazione della compagine sociale, quali effetti derivanti dall'esercizio del riscatto.

A sostegno di tale conclusione, inoltre, è decisivo l'argomento fondato sulla coincidenza delle due fattispecie di riscatto e di acquisto di azioni proprie sia dal punto di vista degli effetti sia dell'utilizzo delle risorse disponibili per far fronte alla liquidazione delle azioni.

Sotto il primo profilo, infatti, la sola diversità del titolo, in forza del quale si realizza l'effetto traslativo, non è un elemento sufficiente per ritenere che le due fattispecie debbano essere trattate diversamente. A ciò si aggiunga che la preventiva autorizzazione dei soci non incide né sulla natura gestionale dell'atto di esercizio del riscatto né sulla sua natura potestativa: l'autorizzazione assembleare, infatti, conferma la facoltà per gli amministratori di esercitare il riscatto e non impone alcun obbligo di procedervi.

Quanto al secondo profilo, poi, non vi è particolare differenza tra acquisto di azioni proprie e riscatto, posto che, in entrambi i casi, le risorse devono essere trovate tra gli utili distribuibili o le riserve disponibili e che è pur sempre l'assemblea ordinaria a determinare la destinazione degli utili: è proprio l'autorizzazione assembleare, infatti, che ne consente la diversa destinazione.

²⁴⁵ Cit. M. CENTONZE *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa* 2005

Pertanto, è corretto ritenere, sotto questo profilo, che gli amministratori siano legittimati a esercitare il riscatto, nell'esercizio della propria discrezionalità in ambito gestorio, solo dopo aver ottenuto la preventiva autorizzazione da parte dell'assemblea, secondo quanto prescritto dall'art. 2357 comma 2 c.c.

Le prescrizioni relative al contenuto della delibera assembleare, infatti, fanno chiaramente intendere che, normalmente, questo momento debba precedere quello dell'acquisto delle azioni proprie in seguito all'esercizio del riscatto. Nel caso in cui gli amministratori esercitino il riscatto in assenza del preventivo *placet* dei soci, deve ritenersi che l'effetto traslativo dipendente dall'esercizio del diritto potestativo risulti sospensivamente condizionato all'intervento dei soci.

Infine, sul piano delle conseguenze relative all'esercizio del riscatto in assenza della preventiva autorizzazione da parte dei soci, deve ritenersi che tale atto vada valutato alla luce delle indicazioni già formulate con riguardo alla disciplina delle azioni proprie: secondo la ricostruzione preferibile, tali conseguenze, quindi, non riguarderanno la validità ed efficacia del trasferimento delle azioni, conseguente all'esercizio del riscatto, quanto, piuttosto, la condotta degli amministratori all'interno della società e le conseguenze che la legge ricollega alla violazione di tale prescrizione.

Se si aderisce all'orientamento favorevole alla necessità della preventiva autorizzazione assembleare per l'esercizio del riscatto, è necessario definire quali siano i contenuti che dovrebbe presentare tale deliberazione autorizzativa e, in particolare, entro quali limiti temporali possa essere esercitato il riscatto da parte degli amministratori della società.

Quanto alla deliberazione assembleare di autorizzazione al riscatto, il rinvio operato dall'art. 2437-*sexies* c.c. pare ricomprendere anche le regole riguardanti il contenuto della delibera assembleare, alla quale è demandato il compito di determinare le modalità di acquisto delle azioni proprie, indicando il numero massimo dei titoli da acquistare, la durata per la quale viene accordata l'autorizzazione, e la forbice entro il quale deve essere determinato il corrispettivo. A tal riguardo, parte della dottrina ha suggerito che la delibera assembleare che autorizza il riscatto abbia un contenuto più limitato rispetto a quanto previsto dal secondo comma dell'art. 2357 c.c., con riferimento all'acquisto di azioni proprie. Infatti, sembra che la delibera assembleare possa non indicare il numero delle azioni da riscattare, così che l'autorizzazione all'acquisto si intenderà in tal caso esteso, in mancanza di diversa indicazione, a tutte le azioni per le quali lo statuto, verificatosi un determinato evento, preveda il potere di riscatto da parte della società²⁴⁶.

Quanto poi al controvalore in denaro da corrispondere al socio che subisce il riscatto, a parte il caso in cui tale valore sia statutariamente predeterminato, non sembra che la delibera assembleare autorizzativa possa fare a meno di fissare la misura del corrispettivo minimo e del corrispettivo massimo per esercitare il riscatto delle azioni. Tuttavia, il silenzio della deliberazione sul punto in questione potrebbe anche essere inteso come autorizzazione a riscattare le azioni al prezzo emergente dalla valutazione "provvisoria" predisposta dagli amministratori, ai sensi dell'art.2437-*ter* c.c., con la conseguenza che l'autorizzazione dovrà

²⁴⁶ M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa*, 2005.

considerarsi inefficace nel caso in cui, a seguito di contestazione del socio sia rideterminata la misura del prezzo dovuto dalla società²⁴⁷.

Infine, con riferimento all'individuazione del limite temporale trascorso il quale la società decade dal diritto di acquistare le proprie azioni, sembra potersi affermare che il termine semestrale previsto dall'art. 2437-*quater*, comma 5, c.c. valga, oltre che come termine finale per il rimborso delle azioni del socio recedente, anche come termine di decadenza per l'esercizio del diritto di riscatto da parte della società²⁴⁸. Ne conseguirebbe, in ordine alla durata dell'autorizzazione assembleare, che non sarebbe necessario per l'assemblea di indicare il periodo di tempo per il quale l'autorizzazione viene concessa.

Infine, poiché vige un termine di decadenza per l'esercizio del riscatto, nel silenzio della delibera sul punto, si dovrebbe ritenere che essa perda efficacia con la scadenza di tale semestre.

²⁴⁷ M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa*, 2005, cit. p.58 in nota 59. In senso contrario M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013. Secondo l'autore, infatti, tale soluzione non può essere accolta, in quanto contraria al dato letterale dell'art.2437-*sexies* c.c. che sancisce l'applicabilità dell'art. 2357 c.c. a prescindere dall'applicazione di un test di compatibilità. Inoltre, la ratio di tale previsione, identificata nella necessità di accentuare il momento della valutazione dell'operazione, in ragione delle possibili ripercussioni sui rapporti tra i soci e tra le categorie di azioni, è idonea a giustificare l'applicazione della regola anche alle azioni riscattabili.

²⁴⁸ In tal senso M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa*, 2005, cit. p.58 nota 62, secondo il quale tale affermazione sarebbe giustificata sul piano formale dal rinvio all'art.2437-*quater* c.c. operato dall'art. 2437-*sexies* c.c.; e, sul piano sostanziale, in base alla compatibilità della norma con il riscatto. Secondo l'autore, non sembra potersi fare riferimento, invece, al rinvio operato dall'art.2347-*sexies* c.c. all'art. 2357 c.c., sostenendo che l'esistenza di un termine finale discenda implicitamente dall'art.2357 comma 2 c.c., là dove prescrive all'assemblea di indicare la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata. Il potere della società di procedere al riscatto delle azioni risulterebbe così indirettamente circoscritto, sul piano temporale, a seguito della delibera assembleare di autorizzazione dell'acquisto. Un simile ragionamento sembra, secondo questo autore, incapace di fornire una soluzione appagante alla questione in esame in quanto con l'identificazione del termine finale per il riscatto con la durata dell'autorizzazione assembleare, solo apparentemente si riesce a comprimere nel tempo la libertà della società di procedere all'acquisto sia perché gli amministratori sono in ogni caso liberi di decidere quando convocare l'assemblea, sia perché la sua durata è comunque rinnovabile alla scadenza da una successiva delibera assembleare.

7. L'emissione di azioni riscattabili *durante societate*.

Una categoria di azioni riscattabili può essere creata, non solo in sede di costituzione della società, ma anche *durante societate*.

Anche nel caso di introduzione *durante societate* di tale previsione statutaria la posizione del socio, assoggettato al diritto potestativo, non muta in modo sostanziale rispetto al caso di previsione della clausola di riscatto, *ab initio*, all'interno del contratto sociale. Tuttavia, mentre in quest'ultimo caso la previsione statutaria passa per il necessario accordo di tutti i soci, e, quindi, per il consenso dei membri della compagine sociale che si assoggettano alla possibilità di subire l'acquisto coattivo delle proprie partecipazioni, nel caso di creazione di azioni riscattabili *durante societate*, incide radicalmente sulla posizione originaria del socio, dato che le azioni risultano governate da una nuova regola che ne legittima, ove attivata, il trasferimento a favore dei soggetti individuati dallo statuto²⁴⁹. Non solo, quindi, viene compromessa l'autonomia del socio nella programmazione delle dinamiche di investimento, ma l'esercizio del riscatto ne destabilizza altresì la permanenza all'interno della compagine sociale, ove esso sia esercitato nei riguardi di tutte le azioni di cui è titolare.

Si pone, perciò, in siffatte circostanze, il problema di stabilire quali siano le norme da seguire e, in particolare, se valga l'ordinaria regola societaria che prevede la modificabilità a maggioranza dei soci dello statuto.

Secondo un primo orientamento il generale principio maggioritario, preposto alla modificazione statutaria, troverebbe un limite nella sussistenza di un *diritto individuale al mantenimento dello status di socio*.

²⁴⁹ M. L. VITALI, *Le azioni riscattabili*, in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, 2013, p. 272.

Un tale diritto, in particolare, non sarebbe sacrificabili senza il consenso del socio solo ove espressamente previsto dalla legge²⁵⁰, dovendosi negli altri casi ottenere il *placet* dell'interessato²⁵¹.

Da tale principio deriverebbe in particolare che:

- i) nella sola ipotesi di emissione di una nuova categoria di azioni riscattabili in sede di aumento del capitale sociale, sia sufficiente una deliberazione dell'assemblea straordinaria assunta con le maggioranze prescritte dalla legge, poiché la decisione di sottoscrivere le azioni importerebbe ovviamente l'accettazione da parte del socio del rischio di subire il loro acquisto coattivo;
- ii) viceversa, quando si vogliono rendere riscattabili azioni già in circolazione occorre il consenso del titolare delle relative azioni.

In realtà queste conclusioni non sembrano esenti da critiche.

Rispetto al tema dell'introduzione successiva della clausola di riscatto, la dottrina ante riforma aveva impostato i termini della questione sulla base delle considerazioni già sviluppate con riguardo alle previsioni statutarie limitative della circolazione delle azioni e, in particolare, alle clausole di gradimento e di prelazione. Al riguardo, veniva infatti ribadita l'idea che la teoria dei diritti individuali del socio fosse definitivamente superata e che, una volta venuta ad esistenza la persona giuridica, non vi sarebbe stata alcuna necessità di richiedere il consenso del socio indeciso, nella sua posizione, da eventuali modifiche dello

²⁵⁰ Come avviene ad esempio nell'ipotesi di "*squeeze out*" prevista dall'art.111 TUF. A norma di tale articolo «Chiunque, a seguito di un'offerta pubblica avente a oggetto la totalità delle azioni con diritto di voto, venga a detenere più del novantotto per cento di tali azioni, ha diritto di acquistare le azioni residue entro quattro mesi dalla conclusione dell'offerta, se ha dichiarato nel documento d'offerta l'intenzione di avvalersi di tale diritto».

²⁵¹ Trib. Milano, 25 marzo 2011 (nt. 176).

statuto rimesse alla sola volontà della maggioranza. Ciò in quanto, nella cornice della persona giuridica, la natura contrattuale dei diritti individuali sarebbe comunque rimasta nell'ombra²⁵².

La natura organizzativa della clausola di riscatto si sarebbe rivelata, in quest'ottica, del tutto incompatibile con il principio unanimistico, con la conseguente necessità di sottoposizione delle sue vicende alla regola maggioritaria.

Dopo la riforma del diritto societario del 2003, peraltro, si è registrata una drastica contrazione nella tutela dei diritti individuali dei soci a fronte del generale principio maggioritario che governa le società di capitali²⁵³. Una prova di ciò è rinvenibile nella circostanza che alcune decisioni che in passato, secondo l'orientamento della dottrina, dovevano essere prese con il consenso unanime dei soci, possono invece essere assunte oggi a maggioranza, avendo il legislatore ritenuto sufficiente per la tutela dei soci dissenzienti lo strumento del recesso²⁵⁴.

Inoltre, pur volendo assecondare, anche dopo la riforma del 2003, la linea teorica della sussistenza di un principio di intangibilità della posizione del socio e del relativo investimento da parte della maggioranza, bisogna tener conto del rilievo secondo cui le deroghe al generale principio maggioritario ai fini dell'introduzione

²⁵² L. CLAVOLA, *La clausola di riscatto nelle società per azioni*, Milano, 2013, p. 165 ss.: criticando la teoria individuale del socio, ha rilevato come i sostenitori di tale orientamento, richiedendo il consenso dei soci riguardati o l'unanimità dei consensi per le delibere che incidano sulla partecipazione sociale «finiscono in buona sostanza col ridurre il fenomeno societario più significativo, quello partecipativo, al solo profilo contrattuale». Di conseguenza, l'autrice giunge a ritenere che, anche in questi casi, si imponga il rispetto della regola maggioritaria, in conseguenza dell'attinenza della partecipazione sociale e della sua circolazione all'organizzazione.

²⁵³ L'unico diritto individuale nella s.p.a. che pare incontestabilmente tutelato dal legislatore è quello della responsabilità limitata per le obbligazioni sociali.

²⁵⁴ Si pensi, a tal fine, alla delibera che comporta l'introduzione di limiti alla circolazione delle azioni e quella di revoca dello stato di liquidazione (cfr. artt. 2437, comma 2, lett. a), e 2487-ter c.c.), in passato da taluni ritenute adottabili solamente all'unanimità, invocando l'esistenza di un diritto individuale del socio alla libera circolazione delle azioni o al rimborso della quota in sede di scioglimento.

di modifiche al contratto sociale siano espressamente contemplate dalla legge²⁵⁵. Da tale rilievo si desume che, quando il legislatore ammette l'introduzione di una clausola statutaria, tacendo sul punto relativo al consenso necessario a sorreggerne l'introduzione *durante societate*, come avviene per il riscatto ex art. 2437-sexies, è, in linea di principio, sufficiente una delibera sorretta dalla maggioranza dell'assemblea straordinaria²⁵⁶.

Ben più solide sono invece le basi argomentative a sostegno dell'opinione secondo cui quando si vogliono rendere riscattabili azioni già in circolazione occorre il consenso del titolare delle relative azioni.

In particolare, l'art. 39 della Seconda direttiva comunitaria in materia di società per azioni prevede che «il riscatto da parte della società deve essere autorizzato dallo statuto o dall'atto costitutivo *prima* della sottoscrizione delle azioni riscattabili». Accogliendo un'interpretazione strettamente letterale della norma, occorrerebbe concludere che, dall'integrazione della disciplina dell'art. 2437-sexies c.c. con la sovraordinata fonte comunitaria, deriverebbe la radicale impossibilità di introdurre modifiche statutarie volte a rendere riscattabili azioni già sottoscritte. Tuttavia, considerando che la ratio della regola dettata dalla Direttiva risiede nella volontà di tutelare il diritto individuale del socio al mantenimento della sua qualità e del suo investimento in società, è in linea con lo spirito della disposizione la tesi secondo

²⁵⁵ Si considerino ad esempio, l'art. 2345, comma 3, c.c..... e l'art.2500-septies, comma 1,c.c.

²⁵⁶ Con particolare riferimento al sacrificio solo parziale dell'investimento del socio che può essere determinato dal riscatto, sembra inoltre possibile osservare che la sussistenza di un ipotetico diritto al mantenimento della partecipazione ai vantaggi e agli svantaggi secondo la quota inizialmente detenuta è escluso dal riconoscimento del diritto di recesso al socio non consenziente in ordine alle delibere di modifica statutaria concernenti i diritti di voto o di partecipazione (cfr. art. 2437, comma 1, lett. g, c.c.)

cui l'introduzione della riscattabilità delle azioni esistenti sia lecita con il consenso dei titolari.

In quest'ottica, quindi, il principio di tutela dell'integrità dello *status socii*, la cui sussistenza alla luce dei dati ricavabili dall'ordinamento interno è del tutto opinabile, nel caso di riscatto riemergerebbe in forza della disciplina comunitaria, là dove il legislatore non avrebbe preso in considerazione altri strumenti di tutela del socio a fronte di decisioni penalizzanti assunte dalla maggioranza.

A tale interpretazione del dato comunitario si è peraltro contrapposta una differente lettura. In particolare, facendo leva sulla considerazione per cui l'art. 39 della Seconda Direttiva disciplina non solo le azioni acquistabili per iniziativa unilaterale del riscattante, ma anche quelle che attribuiscono al titolare un diritto ad ottenere il riscatto, si potrebbe ritenere che la regola della necessaria anteriorità della previsione statutaria del riscatto rispetto alla sottoscrizione delle azioni sia volta alla tutela di un altro interesse, quello della "*parità di trattamento tra gli azionisti attuali potenzialmente interessati talora ad evitare, talaltra ad ottenere la riscattabilità*". Accogliendo tale diverso approccio, pertanto, la necessità del consenso individuale dei titolari di azioni già emesse, perché queste divengano riscattabili, si pone nel solo caso in cui il riscatto non interessi paritariamente tutti i soci, bensì solo alcuni di essi.

Il fatto che la clausola venga introdotta per operare rispetto ad azioni già emesse, infatti, concretizza, di per sé, un situazione in cui vengono alterate le condizioni di investimento originarie.

In siffatti casi, le azioni di uno o più soci diventano suscettibili, per effetto della modifica statutaria, di essere riscattate immediatamente, in ragione del fatto che il

presupposto per l'esercizio del riscatto è già soddisfatto in quello momento. In questo caso, in base a un giudizio di prognosi postuma ex ante, si può ritenere che la clausola sia idonea a provocare gli effetti dell'esclusione del socio che verrebbe discriminato, rispetto agli altri componenti della compagine sociale, in ragione del fatto che il presupposto del riscatto è stato "ritagliato su misura".

La discriminazione consiste quindi nella circostanza che il riscatto non viene più usato come strumento idoneo a operare in modo oggettivo, in quanto diretto a trasferire le azioni in capo al soggetto legittimato ad attivarlo, bensì soggettivo, nel duplice senso di diretto a soddisfare un interesse particolare di quest'ultimo ed è modulato sulla base della persona del socio destinata a essere esclusa dalla società.

In conclusione, quindi, l'assenso individuale degli azionisti è necessario ai fini dell'efficacia della modifica statutaria volta ad imporre il requisito della riscattabilità limitatamente ad un gruppo di azioni già in circolazione. In caso di sopravvenuta introduzione di una clausola di riscatto operante nei confronti di tutti gli azionisti, invece, non generandosi discriminazioni fra i membri della compagine sociale, è, in linea di principio, sufficiente la maggioranza.

L'adesione alla tesi della sufficienza delle regolari maggioranze per l'introduzione di una clausola generalizzata di riscatto implica la necessità di valutare se vi siano i presupposti per riconoscere il diritto di recesso a eventuali soci dissenzienti. A tal fine, sembra anzitutto possibile completare sul piano della disciplina applicabile, il già analizzato parallelo fra le clausole che prevedono la riscattabilità in considerazione di requisiti personali dei soci e quelle a c.d. gradimento vincolato. Poiché, sia pur sul piano sostanziale, le prime comportano una limitazione alla circolazione delle azioni equivalente alle seconde, si ritiene infatti che

l'introduzione durante societate di clausole di riscatto siffatte (così come la loro soppressione) integri, ex art.2437, comma 2°, lett.b) c.c., una causa legale di recesso, ancorché derogabile in via statutaria.

In linea generale, poi, e cioè anche nei casi in cui la clausola di riscatto sia modellata in maniera differente, il riconoscimento del diritto di recesso a favore dei soci che non hanno acconsentito alla delibera che determina l'introduzione in statuto del patto di riscatto potrebbe essere fondato sul dettato dell'art. 2437, comma 1°, lett. g) c.c., il quale prevede un'(inderogabile) facoltà di exit in ipotesi di revisioni statutarie che determinano, fra l'altro, una modifica dei "diritti di partecipazione".

Si potrebbe, infatti, sostenere che il riscatto modifichi il profilo partecipativo, poiché è in grado di determinare un'incisione sul vincolo dell'investimento originario (con i connessi diritti amministrativi e patrimoniali), altrimenti consegnato per durare quanto la società.

Ciò detto per quanto attiene all'introduzione del requisito della riscattabilità *durante societate*, restano da valutare i requisiti necessari per prevedere una modifica delle condizioni di riscatto, nonché gli eventuali meccanismi di tutela di cui possano fruire i soci dissenzienti.

Sotto un primo profilo, per quanto riguarda le sopravvenute modifiche di segno peggiorativo del corrispettivo per l'acquisto previsto da una clausola di riscatto rivolta a tutte le azioni, se si accoglie la seconda lettura dell'art. 39, lett. a), della II Direttiva sopra proposta, parrebbe sufficiente una delibera assunta a maggioranza, mitigata dalla possibilità per i soci che non aderiscono alla decisione di recedere ai sensi dell'art. 2437, comma 1°, lett. f), richiamabile in via analogica. Ciò, almeno

nell'ipotesi in cui la variazione statutaria non comporti una liquidazione delle azioni riscattabili a valori inferiori a quelli che si otterrebbero applicando i criteri legali previsti per il recesso, dove, in alternativa, potrebbe ritenersi obbligatorio il consenso dei soci interessati. In secondo luogo, là dove s'intenda allungare il termine decadenziale individuato nella clausola per procedere al riscatto, ovvero, qualora sia valorizzato come presupposto il fattore temporale, abbreviare il termine iniziale decorso il quale si legittima l'acquisto coattivo, l'ampliamento del lasso temporale in cui è possibile addivenire al sacrificio della "partecipazione" del socio, sembra giustificare la possibilità per il dissenziente di recedere ai sensi del sopra ricordato art.2437, comma 1°, lett. g),c.c.

L'esigenza di interpretare gli indici normativi interni alla luce del dato comunitario sembrerebbe, invece, dover portare a ritenere indefettibile il consenso degli interessati nel caso in cui le modifiche in questione ledano la parità di trattamento dei soci. Così, qualora la variazione concerna il trattamento riservato ad una categoria di azioni riscattabili, l'ordinario strumento di tutela costituito dall'approvazione da parte dell'assemblea speciale di categoria (ex art. 2376 c.c.), potrebbe forse considerarsi eccezionalmente soppiantato dalla necessità dell'assenso individuale degli azionisti "riscattabili" ai fini dell'efficacia della delibera modificativa.

In tale ottica, sarebbe del tutto superfluo interrogarsi circa la permanenza della possibilità di esercitare la facoltà di recesso ex artt. 2437, comma 1°, lett. g), c.c. da parte dei soci di categoria che (tanto nell'assemblea generale che in quella di categoria) non votino a favore della modifica.

Senz'altro da un consenso individuale del socio passerebbe, infine, l'efficacia della modifica peggiorativa delle condizioni di riscatto, là dove la delibera assembleare, ancorché in astratto riferita a tutti gli azionisti, finisca nel caso concreto per assumere valore discriminatorio nei confronti di uno di essi.

CONCLUSIONI

La disamina della disciplina delle azioni riscattabili, e dei suoi tratti caratteristici, nell'ordinamento italiano e in quello inglese permette di concludere che non vi è perfetta coincidenza nella configurazione dell'istituto nei due ordinamenti. Per quanto siano significativi gli sforzi della riforma delle società di capitali e della Seconda direttiva Europea nella direzione di una maggiore flessibilità nel diritto societario, il sistema italiano si dimostra comunque rigido e poco appetibile per un investitore esterno rispetto a quello inglese. Una chiara percezione di ciò si ha già dal semplice confronto delle norme che regolano i due istituti.

L'art.2437-*sexies* c.c. è una norma particolarmente complessa che si caratterizza per l'estrema sinteticità che lascia irrisolti molti problemi interpretativi e per il laconico rinvio per *relationem* a disposizioni attinenti a istituti diversi, quali il diritto di recesso e l'acquisto di azioni proprie ad opera della società.

Il *Companies Act* del 2006 nel disciplinare le *redeemable shares* inglesi, invece, si avvale di norme particolarmente dettagliate, ma che, allo stesso tempo, lasciano ampio spazio all'autonomia statutaria nella definizione delle caratteristiche concrete dell'istituto.

Come prove, a sostegno di tale tesi, è necessario prendere in considerazione la titolarità del potere di riscatto e la definizione dei termini e dei modi per l'esercizio del riscatto.

Il diritto societario inglese concepisce il potere di riscatto in maniera piuttosto ampia. Come precedentemente rilevato, in base alla disciplina del *Companies Act* del 2006, a *limited company having a share capital* può emettere azioni "that are to

be redeemed or are liable to be redeemed at the option of the company or the shareholder”.

Coerentemente con una concezione così ampia della nozione di riscatto e dell’operazione economica sottesa al meccanismo di riscatto delle azioni, può essere messo in luce come gli interessi di volta in volta tutelati dal legislatore attraverso tale meccanismo non siano affatto omogenei. Il riscatto di azioni, infatti, si presta ad essere usato sia come strumento atto a consentire alla società di riacquistare parte delle proprie azioni, sia come meccanismo a disposizione del possessore dei titoli così caratterizzati.

In particolare, la previsione di *redeemable shares* con opzione di vendita dei titoli azionari in capo al titolare delle stesse risponde a diverse finalità nell’ordinamento inglese.

L’efficienza dei meccanismi di riscatto emerge in modo significativo nell’ambito di iniziative imprenditoriali che vedono la partecipazione di fondi di *private equity* o che richiedono, per l’avvio dell’attività, il coinvolgimento di un *venture capitalist*. Invero l’emissione di azioni che promettono al sottoscrittore un agevole disinvestimento, al di fuori del mercato *at a fair price*, al verificarsi di determinate condizioni o *anche ad nutum*, rende l’investimento nella società particolarmente appetibile per un *venture capitalist* e favorisce, quindi, la raccolta di capitale di rischio.

Oltre al chiaro utilizzo in chiave meramente finanziaria, il ricorso alle azioni riscattabili *at the option of the shareholder* risponde anche ad esigenze di tutela delle minoranze avverso il rischio di assunzione da parte della società di decisioni non dissimili a quelle che, nei sistemi di civil law, sono generalmente poste a

fondamento del diritto di recesso: ipotesi quali modifica significativa dell'attività esercitata, fusione o scissione, di variazione statutaria in danno dei diritti particolari riservati ai possessori di azioni speciali o dell'assunzione di decisioni di gestione capaci di incidere, in via di fatto, sull'attività della società o sui diritti dei soci.

Il diritto inglese, infatti, al pari di quello del Delaware, e a differenza del diritto italiano, non riconosce ai soci di minoranza al verificarsi di tali eventi, il diritto di recesso. L'istituto delle redeemable shares supplisce a tale mancanza e previene il rischio che i soci di minoranza restino "prigionieri" delle proprie partecipazioni.

L'art. 2437-*sexies* c.c., che disciplina le azioni riscattabili in Italia non concepisce il potere di riscatto in maniera altrettanto ampia. La norma, in realtà, non esclude espressamente che i titolari delle azioni riscattabili siano legittimati a esercitare il potere di riscatto e, di conseguenza, siano titolari di un diritto al riscatto da far valere nei confronti della società o altri soci. Tuttavia, il tenore letterale della norma sembra comunque legittimare all'esercizio del potere di riscatto soltanto la società o altri soci. L'art. 2437-*sexies* c.c. prevede, a tal riguardo, che le azioni siano *soggette* al potere di riscatto che lo statuto può riconoscere in capo alla società o ad altri soci. E' la stessa lettera della norma, quindi, a individuare nella situazione del socio riscattato una posizione di soggezione e a configurare, di conseguenza, il potere del riscattante, socio o società che sia, in termini di *diritto potestativo*²⁵⁷.

Si evince, pertanto, l'esclusione di alcune funzioni perseguibili attraverso l'istituto, e, in particolare, quella di assicurare il disinvestimento dalla compagine sociale.

²⁵⁷ A. PACIELLO, *Art. 2437-sexies*, in *Società di capitali - Commentario*, a cura di G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004.

Nell'ambito della disciplina delle società per azioni questo obiettivo è perseguito, con modalità diverse, da altri istituti che sono a volte assimilabili al riscatto²⁵⁸, pur contraddistinguendosi per la natura e per una diversa allocazione delle posizioni giuridiche soggettive: vi sono, infatti, previsioni che rendono il socio destinatario del diritto di determinare la propria uscita dalla compagine sociale e non, invece, di subirla.

Le azioni riscattabili disciplinate dal codice civile italiano, inoltre, a differenza delle *redeemable shares*, si dimostrano funzionali a incentivare la raccolta di capitale di rischio. Infatti, la posizione giuridica di soggezione che costituisce la caratteristica peculiare di tali azioni, finisce per disincentivare potenziali investitori rispetto al loro acquisto.

In tal senso, la fattispecie delle azioni riscattabili è in contrasto con l'obiettivo di incentivazione della raccolta di capitale di rischio che è alla base della Riforma delle società di capitali del 2003, la quale ha, a tal fine, arricchito il catalogo degli strumenti finanziari a disposizione degli investitori. In effetti, un indizio del diverso obiettivo perseguito dal legislatore della riforma tramite l'introduzione delle azioni riscattabili è rappresentato dalla Relazione al d.lgs. n. 6/2003. L'introduzione del nuovo istituto è stata giustificata in ragione dell'utilità che esso potrebbe rivestire «in circostanze come quelle in cui la partecipazione del socio si spiega alla luce di rapporti extrasociali, per esempio di lavoro o di fornitura». In tal senso, l'istituto

²⁵⁸ Il riferimento è, in particolare, agli obblighi previsti dall'art. 2355-bis c.c. che, dettato in tema di limiti alla circolazione delle azioni, prevede che, nel caso in cui il trasferimento dei titoli sia subordinato a un mero gradimento, la relativa clausola è inefficace se non è previsto, a carico della società o degli altri soci, un obbligo diretto a riscattare le azioni del socio che ha manifestato la volontà di alienare le proprie azioni; e, inoltre, all'art. 2506-bis c.c., ai sensi del quale il progetto di scissione con assegnazione delle partecipazioni non proporzionale alla quota originariamente detenuta nella società scindenda deve prevedere, a favore dei soci dissenzienti rispetto all'operazione, il diritto di far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato secondo i criteri dettati per il recesso, indicando altresì quali sono i soggetti a cui carico è posto l'obbligo di acquisto.

delle azioni riscattabili risponde piuttosto a finalità di «personalizzazione» della società, assumendo la funzione di regolare peculiari rapporti tra società e soci.

Il diritto inglese lascia ampio spazio all'autonomia statutaria anche nella definizione dei termini e delle condizioni a cui subordinare il potere di riscatto: infatti, il *Companies Act* del 2006 prevede che ogni determinazione in merito a termini, condizioni e modalità del riscatto può essere rimessa all'organo amministrativo, qualora sia all'uopo autorizzato dallo statuto o da apposita deliberazione dei soci. Gli amministratori dovranno provvedere a tale determinazione prima che le azioni siano assegnate ai soci e dovranno far menzione termini, condizioni e modalità del riscatto negli atti sociali dove sono illustrati i diritti dei titoli azionari.

L'attribuzione della competenza all'organo amministrativo, in ordine a tali determinazioni, si dimostra una soluzione particolarmente efficiente da un punto di vista economico in quanto consente di stabilire, di volta in volta, le condizioni di emissione delle *redeemable shares*, adeguandole a quelle del mercato al momento dell'emissione.

L'art. 2437-*sexies* del codice civile italiano non contiene alcuna prescrizione circa la necessità che lo statuto contempri presupposti ai quali subordinare l'attivazione del meccanismo di riscatto, né alcuna indicazione in merito a eventuali limiti all'autonomia statutaria della predisposizione della clausola²⁵⁹. Sebbene tale soluzione possa sembrare particolarmente flessibile, in realtà, l'incertezza in merito

²⁵⁹ Ciò al contrario di quanto prevedeva l'originaria formulazione della disciplina delle azioni riscattabili, contenuto nell'art.2351-ter in una bozza di articolato della riforma del diritto societario. Tale disposizione prevedeva infatti che «1. Se l'atto costitutivo lo consente possono essere emesse, in misura non superiore al quarto del capitale sociale, azioni riscattabili su richiesta della società emittente, dei titolari di queste azioni o di entrambi. *L'atto costitutivo determina le condizioni e le modalità del riscatto.*».

alle condizioni e ai termini nel rispetto dei quali la società potrà procedere al riscatto delle azioni causa una grave ed inevitabile perdita di interesse nell'acquisto delle azioni riscattabili da parte degli investitori istituzionali e dei fondi di private equity. La certezza di poter recuperare il proprio investimento in termini certi e relativamente brevi costituisce, infatti, per un investitore istituzionale una condizione imprescindibile. L'investitore professionale prima di investire pianifica già il disinvestimento dalla società. La possibilità di controllare la dismissione delle quote sociali acquisite è cruciale per il modello di business del *venture capitalist*, fondato su investimenti a breve termini e sulle nascenti occasioni di affari²⁶⁰.

L'ampia libertà nel tracciare i profili caratteristici delle *redeemable shares*, concessa dal legislatore inglese all'autonomia statutaria, è limitata esclusivamente in funzione di una logica di protezione degli interessi dei creditori e del capitale sociale.

Il *Companies Act* del 2006, a tal fine, subordina l'emissione delle azioni riscattabili a una serie di vincoli, allo scopo di evitare che l'esercizio del potere di riscatto sia, indebitamente, utilizzato per una riduzione del capitale sociale al di fuori della disciplina dedicata. Una prova, particolarmente significativa, di tale approccio è rappresentata dalla disciplina delle risorse finanziarie, che la società può utilizzare per procedere al riscatto delle azioni. In particolare, ai fini del finanziamento del riscatto azionario, le *public companies* possono utilizzare esclusivamente (i) le riserve disponibili e gli utili distribuibili (*distributable profits*), o (ii) le somme

²⁶⁰ SMITH G. D., *The exit structure of venture capital*, in 53 *UCLA Law Rev.*, 2005, cit, p. 318 «Before venture capitalists invest, they plan for exit. That is, they plan to withdraw their investment, adjusted for any return, from the entrepreneur's company. The ability to control exit is crucial to the venture capitalist's business model of short-term funding of nascent business opportunities. Exit allows venture capitalists to reallocate funds and the nonfinancial contributions that accompany them to early stage companies».

incamerate in sede di emissione di nuove azioni finalizzata a finanziare il riscatto azionario²⁶¹. Le *private companies*²⁶², invece, possono procedere anche a riduzione del capitale sociale. Tale possibilità è controbilanciata, tuttavia, dal rispetto di una rigorosa procedura. Innanzitutto, la società è tenuta previamente a utilizzare le riserve disponibili e gli utili distribuibili (*distributable profits*), o le somme incamerate in sede di emissione di nuove azioni finalizzata a finanziare il riscatto azionario e, solo una volta che queste ultime siano state interamente assorbite, sarà consentito il riscatto di azioni attraverso riduzione del capitale sociale²⁶³.

In secondo luogo, sono previsti rigidi obblighi procedurali quali: (i) la redazione a opera degli amministratori della società di una relazione sulla situazione patrimoniale dell'impresa che attesti la sua solvibilità; (ii) la compilazione di un documento da parte degli auditors che attesti la veridicità della relazione degli amministratori; (iii) la necessaria autorizzazione assembleare alla riduzione del capitale sociale. Sono, inoltre, prescritti una serie di adempimenti pubblicitari volti a consentire ai creditori e agli azionisti dissenzienti di opporsi alla riduzione di capitale.

²⁶¹ Anche queste previsioni incorporano i precetti sanciti dall'art. 39 della seconda direttiva comunitaria, e segnatamente quelli di cui al comma 1, lett. d), che dispone: «*il riscatto può essere effettuato soltanto con le somme distribuibili in conformità dell'articolo 15, paragrafo 1 o con i proventi di una nuova emissione effettuata per tale riscatto*».

²⁶² Nel vigore del Companies Act del 1985 per le "private companies" si prevedeva la possibilità di procedere al riscatto "*otherwise than out of distributable profits or proceeds of fresh issue of shares*", solamente se ciò era preventivamente previsto dallo statuto. La riforma del 2006 ha, invece, eliminato tale requisito dalla nuova section 709.

²⁶³ Il capitale ottenuto attraverso tale operazione è definito "*permissible capital payment*" Cfr. Section 710 del Company Act del 2006 che riprende quanto già stabilito nella section 171(3) del Companies Act del 1985.

L'atteggiamento, piuttosto cauto, del legislatore inglese è dovuto all'influenza esercitata sul diritto inglese dalle previsioni della Seconda direttiva europea²⁶⁴. Come evidenziato dal quarto considerando della Seconda direttiva, i vincoli ivi posti, compresi quelli sanciti dall'art.39 in materia di azioni riscattabili, sono volti a salvaguardare il capitale sociale, che costituisce una garanzia per i creditori, vietando in particolare indebite distribuzioni agli azionisti anche in forma di azioni proprie. E' in quest'ottica, e limitatamente a tale ambito, che legislatori nazionali e interpreti saranno vincolati ai precetti contenuti nella direttiva in questione.

Un ultimo tratto, che contribuisce a differenziare le azioni riscattabili nell'ordinamento inglese e in quello italiano, riguarda le conseguenze prodotte dall'esercizio del potere di riscatto di azioni.

L'art. 2437-sexies c.c. introduce nell'ordinamento italiano una forma di riscatto "non finalizzato". Con tale espressione la dottrina è solita identificare un meccanismo consistente nel richiamo, da parte dell'emittente della proprietà delle azioni, non diretto, come nel caso disciplinato dall'art. 2357-bis, n. 1, c.c., alla riduzione del capital sociale.

In ambito comunitario, la Seconda Direttiva in materia di società di capitali (77/91/CEE), prevede, rispettivamente agli art. 36 e 39, la possibilità di un riscatto "finalizzato" e di un riscatto "non finalizzato"; cionondiméno vi sono alcuni stati membri che non contemplano questa distinzione. E', appunto, il caso dell'ordinamento inglese in cui l'esercizio del potere di riscatto è seguito,

²⁶⁴ J. ARMOUR, Capital Maintenance <http://www.dti.gov.uk/cld/esrc6.pdf>; and DTI, Modern Company Law for a Competitive Economy: Capital Maintenance: Other Issues (June 2000) <http://www.dti.gov.uk/cld/capm.pdf> Part II pages 9 – 15; J. RICKFORD, Reforming Capital: Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance, 2004, European Business Law Review, 1 (available from <http://www.biiel.org/index.asp?contentid=665>).

indefettibilmente, dall'annullamento delle azioni riscattate (*cancellation*) e da una corrispondente riduzione del capital sociale.

In tale ordinamento, solo l'acquisto di azioni proprie, e non anche il riscatto, consente alla società emittente di disporre di azioni proprie (*treasury shares*).

Bibliografia

ANGELICI C., Della società per azioni. Azioni (2346-2356), in Il Codice Civile. Commentario, a cura di P. Schlesinger, Milano, 1992.

ANGELICI C., Fra «mercato» e «società»: a proposito di «venture capital» e «drag along», in Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano, 2011.

ANGELICI C., La circolazione della partecipazione azionaria, in Trattato delle società per azioni, diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, 2*, Torino, 1991.

ANGELICI C., La società per azioni. Principi e problemi, in Trattato di diritto civile e commerciale, diretto da A. Cicu, F. Missineo, L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger, I, Milano, 2012.

ANGELICI C., Le azioni (artt. 2346-2356), in Il Codice Civile. Commentario, a cura di P. Schlesinger, Milano, 1992.

BANCA DI ITALIA, Considerazioni Finali (Assemblea Ordinaria dei Partecipanti del 1 maggio 2007), consultabile sul sito www.bancaditalia.it.

BARTELENA A., Le azioni con prestazioni accessorie come «categoria» di azioni, in BBTC, 1998, I.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, July 1988.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, July 2006.

BIONE M., Art. 2357-bis, in Società di capitali. Commentario, a cura di G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004.

BIONE M., Le azioni, in Trattato delle società per azioni, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 2 *, Torino, 1991

BORROS E.J., Minority Shareholders' Remedies, Oxford, 1995, part II.

BORSA ITALIANA S.P.A., Osservazioni di Borsa Italiana S.p.A., in Riv. Soc., 2002.

BOTTAZZI L. - DA RIN M., Venture Capital in Europe and the Financing the Innovative Companies, 17, Econ. Pol., 2002.

BOYLE A. J., Minority Shareholders' Remedies, Cambridge, 2002.

BROWNLEE H., The Shareholders' Agreement: A Contractual Alternative
to

Oppression as a Ground for Dissolution, 24 Stetson L. Rev. 267 (1994-1995).

BRUDNEY V. - CHIRELSTEIN M.A., A restatement of Corporate
Freezeouts,
87 Yale L. J., (1978).

BUSANI A., SAGLIOCCA M., Azioni riscattabili: coordinamento
problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso, in *Le società*,
2012.

CACCIAGUERRA G., «Exit mechanisms», in *Clausole ricorrenti*.
Contenuto e durata, in *I Nuovi contratti nella prassi civile e commerciale. Il diritto
privato nella giurisprudenza*, a cura di P. CENDON, XXV, Torino, 2004.

CALVOSA L., Clausola di riscatto delle azioni in favore dei soci superstiti
e divieto dei patti successori, in *BBTC*, 1996.

CALVOSA L., Clausole di riscatto di azioni e divieto dei patti successori,
in *BBTC*, I, 1992.

CALVOSA L., L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di
finanziamento, in *Riv. dir. comm.*, 2006.

CALVOSA L., *La clausola di riscatto nella società per azioni*, Milano,
1995.

CALVOSA L., *La partecipazione eccedente (e i limiti al diritto di voto)*,
Milano, 1999.

CALVOSA L., *La riduzione del capitale*, in *Armonie e disarmonie del
diritto comunitario delle società di capitali*, a cura di G.F. CAMPOBASSO,
Milano, 2003.

CALVOSA L., *Morte del socio, clausola di riscatto delle azioni in favore
dei soci superstiti e divieto dei patti successori*, in *BBTC*, 1993.

CALVOSA L., *Sulle cc.dd. clausole di riscatto*, in *BBTC*, 1991.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. Diritto delle società*, a cura di
M.CAMPOBASSO, Torino, 2006.

CAMPOBASSO G.F., Le obbligazioni, in Trattato delle società per azioni, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 5, Torino, 1998.

CARCANO G., Riscatto di azioni riscattabili, in Banca, borsa, 1983

CENTONZE M., Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società, in Banca, borsa, 2005.

CIOCCA N., Art. 2437-sexies c.c., in G. Marasà, N. Ciocca, Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento degli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile, Padova, 2011.

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, Massime notarili in materia societaria, Milano, 2010.

DAVIES P.L., Gower and Davies' Principles of Modern Company Law, London, 2003.

DAVIES P.L., Introduction to Company Law, Oxford, 2002.

DE MARTINIS P., Le azioni riscattabili, in Nuova giur. civ. comm., 2006.

DEPARTEMENT OF TRADE AND INDUSTRY – COMPANY LAW REVIEW, Terms and manner of redemption of Redeemable shares. Section 159 [A] e 169 [3] of the Companies Act 1975 (Consultative Document).

DEPARTEMENT OF TRADE AND INDUSTRY, Companies Act 2006, Explanatory notes, in www.opsi.gov.uk/acts/en2006/ukpgaen_20060046_en.pdf.

DEPARTEMENT OF TRADE AND INDUSTRY, The purchase by company of its own shares, 1980, (Consultative Document).

DI BITONTO C., L'inquadramento sistematico delle azioni riscattabili secondo il nuovo art. 2347-sexies c.c., in Le società, 2008.

DI CECCO G., *Fattispecie e disciplina del riscatto azionario*, in *Le nuove leggi del diritto dell'economia*, collana diretta da M. SANDULLI e V. SANTORO, Torino, 2013.

DODD E. M., *Purchase and redemption by a corporation of its own shares: the substantive law*, in *University of Pennsylvania Law Review*.

EASTERBROOK F.H. – FISCHER D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (MA), 1991;

ENRIQUES L. - SCIOLLA S.- VAUDANO A., *Il recesso di socio di s.r.l.: una mina vagante nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004.

ENRIQUES L., *Quartum non datur: appunti in tema di «strumenti finanziari partecipativi» in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *BBTC*, 2005.

ESPOSITO C., *L'esclusione come strumento generale di «exit» societario*, in *Riv. Not.*, 2004.

EUROPEAN COMMISSION DIRECTORATE-GENERAL FOR ENTERPRISE AND INDUSTRY - UNITED STATES DEPARTMENT OF COMMERCE INTERNATIONAL TRADE ADMINISTRATION, *Final Report of the EU-US Working Group on Venture Capital e Best practices in early stage equity-financing*, entrambi consultabili sul sito www.ec.europa.eu.

FERRAN E.V., *Company law and corporate finance*, Oxford, 1999.

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

FERRI G., *La seconda direttiva comunitaria in materia di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1997.

FINNERTY JOHN D., *Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview Financial Management*, Vol. 17, No. 4 (Winter, 1988).

FISCHER D. R. - EASTERBROOK F.H., *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge (MA), 1991.

FRIEDMAN D. D., *What economics has to do with law and how it matters*, Princeton, 2002.

FRIGENI C., *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009.

GALGANO F., Le società per azioni, in Tratt. Dir. comm. dir. pubbl. econ., Padova, 1988.

GALGANO F., Le società per azioni, Principi generali, in Il Codice Civile Commentario, diretto da P. SCHLESINGER, Milano, 1996.

GALLETTI D., Art. 2437, in Il nuovo diritto delle società, a cura di A.MAFFEI ALBERTI, II, Padova, 2005.

GALLETTI D., Art. 2437-sexies, in Il nuovo diritto delle società, a cura di A.MAFFEI ALBERTI, II, Padova, 2005.

GALLETTI D., Art. 2473-bis, in Il nuovo diritto societario, a cura di A.MAFFEI ALBERTI, II, Padova, 2005.

GALLETTI D., Il diritto di recesso, Milano, 2000.

GASPERONI N., Le azioni a favore dei prestatori di lavoro, in Riv. Soc., 1985.

GILSON R. – BLACK B.S., Venture Capital and the Structure of Capital Markets. Banks versus Stock Market, in J. Fin. Econ., 1998.

GILSON R.J., Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience, in 55 Stan. L. Rev., 2002-2003.

GODDARD R., Enforcing the Hypothetical Bargain: Sections 459-461 of the Companies Act 1985, in 1999, 20 Company Lawyer.

GOMPERS P.A. - LERNER J., The Venture Capital Revolution, in The Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, No. 2. (Spring, 2001).

GOMPERS P.A., Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital, in The Journal of Finance, 50, n. 5 (Dec. 1995).

GOMPERS P.A., Ownership and Control in Entrepreneurial Firms: an Examination of Convertible Securities in Venture Capital Investments, 2, in Harvard Business School, 1997, (Working Paper).

GOMPERS P.A., The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements, in *Journal of Law and Economics*, Vol. 39, No. 2. (Oct.,1996).

GOMPERS P.A., What Drives Venture Capital Fundraising, in *Brookings papers on Economic Activity. Microeconomics*, Vol. 1998 (1998).

GORDON SMITH D., The exit structure of venture capital, in *53 UCLA Law Rev.*, 315, 2005.

GROSSO P., Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma, in *Società*, 2003,.

GROSSO P., Categorie di azioni, assemblee speciali, Milano, 1999.

GOWER L. C. B., *Principles of modern company law*

HOLLINGTON R., *Shareholders' Rights*, London, 2004.

MAGLIULO F., *Le categorie di azioni e gli strumenti finanziari della nuova società per azioni*, Milano, 2004

MALINPENSA E., I nuovi tipi di circolazione forzata delle partecipazioni sociali: spunti di riflessione, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011

MIGNOLI A., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960

MOORE P. G., *The Wilson committee Review of the functioning of financial institution –some statistical aspect*, Royal statistical society

OPPO G., *Contratti parasociali*, Milano, 1942.

OPPO G., *Le convenzioni parasociali tra diritto delle obbligazioni e diritto delle società*, in *Riv. Not.*, 1987.

OPPO G., Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, a cura di G. CIAN, Padova, 2004

OPPO G., Patto sociale, patti collaterali e qualità di socio nella società per azioni riformata, in *Riv. dir. civ.*, 2004.

OPPO G., Quesiti in tema di azioni e strumenti finanziari, in *Il nuovo diritto societario. Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, Milano, 2006.

PACIELLO A., Art. 2437-sexies, in *Società di capitali - Commentario*, a cura di G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004.

PACIELLO A., Il diritto di recesso nella s.p.a.: primi rilievi, in *Riv. dir. comm.*, 2004.

PACIELLO A., Le azioni correlate, in *AA.VV., Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di C. MONTAGNANI, Milano, 2004.

PALMIERI G., *Scissione di società e circolazione di azienda*, Torino, 1999.

PARODI N., *L'uscita programmata dal contratto*, Milano, 2005.

PENNINGTON R., Can shares in companies be defined?, in *Comp. Law.*, 1989.

PERRINO M., *Le tecniche di esclusione del socio dalla società*, Milano, 1997.

PISANI MASSAMORMILE A., Azioni e altri strumenti finanziari partecipativi, in *Riv. Soc.*, 2003

PRESTI G., La riforma e le società quotate, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2004

PRESTI G., Le clausole di riscatto nella società per azioni, in *Giur. comm.*, 1983.

PRESTI G., Questioni in tema di recesso nelle società di capitali, in Giur. comm.,1982.

C.M. SCHMITTHOFF, Palmer's company law, London, 1976

STANGHELLINI L., Art. 2355-bis, in Commentario alla riforma delle società (Atto costitutivo. Conferimenti. Azioni), a cura di M. NOTARI, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, in corso di pubblicazione, Milano.

STANGHELLINI L., I limiti statuari alla circolazione delle azioni, Milano, 1997.

STELLA RICHTER JR. M., Diritto di recesso e autonomia statutaria, in Riv. dir. comm., 2004

STELLA RICHTER JR. M., Novità in tema di acquisto delle proprie azioni, in Riv. Dir. comm.

VENTORUZZO M., Experiments in Comparative Corporate Law: The Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market for Rules in the Absence of Effective Regulatory Competition, 41 Tex. Int'l L.J. 171 (2006).

VITALI L. M., Le azioni riscattabili in Quaderni di giurisprudenza commerciale, Milano, 2013.

VITALI M. L., Classes of Shares and Shares Redemption in Italian and UK Company Law: the Peculiar Case of Redeemable Shares, Electronic Journal of Comparative Law, 2006, <http://www.ejcl.org>

M. L. VITALI, La nuova seconda direttiva: conferimenti, assistenza finanziaria e tutela «standardizzata» dei creditori sociali, in Riv. Soc., 2006

E. WYMEERSCH, The Directive amending the Second Company Law Directive on Legal Capital, in La società per azioni di oggi. Tradizione attualità

prospettive (atti del convegno internazionale di sudi, Venezia, 10-11 novembre 2006), Milano, 2007

Indice della giurisprudenza

Inghilterra

Re St. James' Court Estate Ltd (1944)

Andrews v Gas Meter Co, 1897, 1 Ch, 361 (Court of Appeal e Birch v Cropper, 1889, 14, App. Cas., 525 (House of Lords)

Borland's Trustee v Steel Brothers & Co Ltd [1901] 1 Ch 279

Rayfield v Hands [1960] Ch 1, [1958] 2 All ER 194 (Chancery Division)

Cumbrian Newspapers Group Ltd v Cumberland & Westmorland Herald Newspaper & Printing Co Ltd [1987] Ch 1, 15

Re Hellenic and General Trust Ltd [1976] 1 WLR 123, [1975] 3 All ER 382 (Chancery

Division)

Trevor v Whitworth(1888) 12 App Cas 409

Re Bird Precision Bellows Ltd, in Ch, 1986

BDG Roof Bond v. Douglas, [2000] 1 B.C.L.C. 401

Holders Investment Trust Lts, Re [1971] 2 All

Barclays Bank plc v British & Commonwealth Holdings plc [1996] 1 BCLC 1

Italia

Corte di Appello di Milano del 14 Luglio 1982

Trib. Milano, 14 luglio 1988

Trib. Genova 3 gennaio 1986

Cass, 3 luglio 1980, n. 4254, in *Giust. Civ. (Mass.)*, 1980

Trib. Napoli 21 maggio 2003, in *Giur. Merito*, 2003

Appello Milano, 11 marzo 1997, in *Corr. Giur.*, 1997

Tribunale di Udine, 23 gennaio 1993, in *Giur. it.*, 1994

Tribunale di Udine 10 aprile 1981, in *Giur. comm.*, 1982

Tribunale di Udine 5 dicembre 1997, in *Vita Notarile*, 1998