



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento ex
D.M. 270/2004*)
in Amministrazione finanza e controllo

Tesi di Laurea

—
Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

L'acquisto di azioni proprie: aspetti strategici, valutativi e riclassificatori

Relatore

Ch. Prof. Maria Silvia Avi

Laureando

Francesca Lorenzi
matricola 827115

Anno Accademico

2013 / 2014

«Se mi è concesso un paragone, una società che impiegasse il capitale per acquistare la metà delle azioni proprie in circolazione opererebbe come chi vendesse mezzo locale per acquistare un grande specchio da mettere alle pareti del locale dimezzato: il locale parrebbe, grazie allo specchio, di dimensioni immutate».

G. E. COLOMBO, *La "riserva" azioni proprie*, in AA.VV., *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, a cura di G. Castellano, Milano, 1986, 172.

1. Introduzione	1
1.1 Le azioni e i titoli azionari.....	3
1.1.1 Le azioni come titoli di credito	4
1.1.2 La circolazione delle azioni	7
1.2 I diritti sociali.....	9
1.3 Tipologie e categorie di azioni.....	10
1.4 Le specificità delle azioni proprie.....	13
1.5 Inammissibilità di quote proprie in società a responsabilità limitata	15
2. L'evoluzione storica della disciplina italiana e comunitaria.....	22
2.1 Il codice del commercio.....	22
2.1.1 L'autorizzazione assembleare.....	23
2.1.2 L'impiego di utili regolarmente accertati.....	24
2.1.3 La preventiva liberazione delle azioni.....	25
2.1.4 Ulteriori osservazioni in merito all'art. 144 c.co.	27
2.2 Il Codice Civile del 1942	29
2.2.1 L'acquisto delle proprie azioni.....	30
2.2.2 Anticipazioni sulle proprie azioni.....	33
2.3 La seconda direttiva comunitaria in materia societaria.....	35
2.3.1 Il divieto di sottoscrizione	36
2.3.2 Il divieto di acquisto di azioni proprie.....	38
2.3.3 Il regime delle azioni proprie	43
2.3.4 L'assistenza finanziaria nella seconda direttiva.....	47
2.4 Dal 1986 agli anni 2000.....	49
2.4.1 L'acquisto di azioni proprie nel d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30.....	50
2.4.2 Segue: i casi speciali di acquisto.....	53
2.4.3 Segue: la sottoscrizione di azione proprie	55
2.4.4 Segue: il regime delle azioni proprie.....	56
2.4.5 Segue: l'informativa di bilancio	57
2.4.6 Segue: l'obbligo di alienazione.....	58
2.4.7 Segue: il divieto di accettazione in garanzia e assistenza finanziaria.....	62
2.4.8 Segue: le sanzioni penali.....	64
2.4.9 I provvedimenti dei primi anni Novanta	65
2.5 La riforma societaria del 2003.....	68
2.6 La direttiva comunitaria del 2006.....	71
2.7 La traduzione nel d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142	74
2.7.1. Sulla disciplina delle azioni proprie.....	75
2.7.2. L'abolizione del divieto di assistenza finanziaria.....	78
2.8 Gli adattamenti del 2009 e 2010.....	82
2.9 L'evoluzione normativa delle cooperative.....	83
3. Il ruolo strategico rappresentato dalle azioni proprie.....	86
3.1 Le molteplici finalità perseguibili.....	86
3.2 Il <i>trading</i> di azioni proprie	89
3.3 Gli effetti del <i>buyback</i> e la teoria dei segnali	92
3.3.1 Il ruolo del <i>buyback</i> nella politica dei dividendi.....	93

3.3.2	Gli effetti dell'acquisto di azioni proprie sul prezzo delle azioni.....	97
3.3.3	<i>Stock options</i> e il ruolo delle azioni proprie	99
3.3.4	Segue: il <i>buyback</i> per incrementare il valore dell'impresa	101
3.4	Le azioni proprie nei gruppi di società.....	102
3.4.1	Incroci azionari e sottoscrizione di azioni della controllante.....	104
3.4.2	Acquisto di azioni della controllante.....	105
3.4.3	Acquisto di azioni della controllante quotata.....	109
3.4.4	La rappresentazione consolidata.....	110
3.5	Le azioni proprie come difesa dalle scalate ostili.....	112
3.6	Il ruolo delle azioni proprie nelle operazioni straordinarie.....	114
3.6.1	Segue: il divieto dell'art. 2504-ter c.c.	115
3.6.2	Segue: il caso della fusione inversa.....	118
3.6.3	Il (<i>merger</i>) <i>leveraged buyout</i>	119
3.6.4	Segue: il rapporto tra mlbo e il divieto di assistenza finanziaria.....	121
3.7	Le azioni proprie e la riduzione di capitale	123
3.7.1	Riduzione c.d. fisiologica di capitale	124
3.7.2	Riduzione c.d. patologica di capitale.....	126
4.	I limiti e le procedure richieste dalla normativa vigente	129
4.1	L'acquisto di azioni proprie	129
4.1.1	Gli utili distribuibili e le riserve disponibili.....	129
4.1.2	Il ruolo della delibera assembleare.....	135
4.1.3	Segue: il contenuto della delibera.....	138
4.1.4	La disciplina dei <i>quorum</i>	142
4.1.5	Segue: il fuorviante riferimento al capitale e la disciplina vigente	145
4.1.6	Natura della riserva azioni proprie.....	151
4.2	Il divieto di assistenza finanziaria	157
4.2.1	La relazione degli amministratori	161
4.2.2	I beneficiari dell'assistenza finanziaria	163
5.	Il trattamento contabile delle azioni proprie	165
5.1	Il significato dell'iscrizione delle azioni proprie in bilancio	165
5.2	Il dettato civilistico ed principi contabili nazionali	167
5.2.1	I titoli e le partecipazioni nello stato patrimoniale civilistico.....	169
5.2.2	Le azioni proprie nello stato patrimoniale civilistico.....	170
5.2.3	Segue: le informazioni della nota integrativa e nella relazione sulla gestione	177
5.2.4	L'assistenza finanziaria nel bilancio	178
5.3	Le azioni proprie nello stato patrimoniale riclassificato	179
5.3.1	Riclassificazione funzionale	181
5.3.2	La riclassificazione finanziaria.....	183
5.4	Il punto di vista dei principi contabili internazionali.....	185
5.5	La (momentanea?) inconciliabilità degli approcci contabili nazionale ed internazionale	189
6.	Considerazioni finali.....	191
6.1	Uno sguardo alla rilevanza del fenomeno nel mercato italiano	191
6.2	Conclusioni.....	194
6.2.1	Uno strumento necessario.....	194
6.2.2	Verso un'interpretazione comune?.....	196

7. Bibliografia.....	197
7.1 Principi contabili:	215
7.2 Giurisprudenza:.....	216

1. Introduzione

L'acquisto e la gestione di azioni proprie costituiscono utili strumenti nelle mani degli amministratori per dar corso alle più svariate strategie e raggiungere scopi tra loro diversissimi. L'analisi del fenomeno non può però prescindere dalle disposizioni di legge dettate in materia¹, che hanno negli anni segnato il confine tra operazioni lecite e censurabili, tra scopi meritevoli di tutela e tentativi di abuso dell'istituto.

Gli interventi normativi e le analisi dottrinali hanno da sempre trattato l'argomento dell'acquisto e detenzione delle azioni proprie con notevole diffidenza e sospetto: secondo qualcuno le operazioni sulle azioni proprie determinerebbero «un attentato all'integrità del capitale sociale, al corretto funzionamento dell'organizzazione corporativa e... alla stessa regolarità delle negoziazioni»² e risulterebbero «particolarmente pericolose... per l'integrità del capitale sociale... l'organizzazione societaria... (e) per il mercato dei titoli»³.

La stessa tendenza evolutiva della materia evidenzia un continuo sforzo da parte del Legislatore di conciliare le istanze di tutela dei soggetti che "subiscono" questo tipo di operazioni (creditori, soci e più in generale, agenti del mercato dei capitali)⁴ con le esigenze di flessibilità e sopravvivenza dell'impresa, che può ricorrere a tale strumento in diverse occasioni e con diverse finalità.

La disciplina delle azioni proprie è stata disciplinata in Italia fin dal Codice del Commercio del 1882 ed ha subito nei decenni diversi adattamenti ed evoluzioni, talora epocali (d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30) talora marginali (l. 18 febbraio 1992, n. 149), sia su iniziativa del Legislatore Italiano che su impulso della legislazione comunitaria. Questo rende a tratti difficile tanto la ricostruzione della normativa storica quanto l'analisi evolutiva, alla ricerca di un filo conduttore che possa prospettare i futuri sviluppi di una disciplina che ormai tende ad uniformarsi a quella estera e a globalizzarsi, in nome di un più uniforme contesto competitivo e di una maggiore

¹ Come confermato da F. LIZZA, *L'acquisto di azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1983, 5: «L'operazione in esame trova nelle disposizioni di legge un imprescindibile punto di riferimento».

² A. BENOCCI, *Azioni proprie [aggiornamento-2007]*, in *Digesto commerciale*, Utet, Torino, 95.

³ G. F. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, UTET giuridica, 2010, 208.

⁴ Come afferma F. LIZZA, *L'acquisto di azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1983, 5, il Legislatore ha circondato negli anni l'operazione di diverse cautele «al fine di evitare che essa possa prestarsi ad assecondare finalità non volute né approvabili, che comportino la lesione dei diritti altrui».

confrontabilità quanto a *performance* aziendali. Infatti, nonostante la marcata flessibilità del sistema statunitense⁵ rispetto ai sistemi europei⁶, incentrati sul dogma del capitale sociale, è stato osservato che le regolamentazioni dei diversi Paesi presentano più somiglianze che differenze e addirittura sembrerebbero porsi tra loro in competizione per individuare una soluzione che contemperi esigenze di flessibilità e tutela⁷.

Nonostante le più svariate esigenze che l'istituto assolve, alcuni autori hanno rimarcato il carattere potenzialmente aberrante della scelta, tanto da parlare di assurdità⁸ e definirlo l'istituto più pericoloso e dotato delle più gravi conseguenze tra quelli sopravvissuti al XX secolo⁹; posizioni critiche sostenute dall'evidente diffidenza del Legislatore che ha negli anni sempre dedicato alla materia una «disciplina tutta in negativo»¹⁰.

Le scelte di acquisto e cessione di azioni proprie sono compiute dall'organo esecutivo¹¹; possono avere molteplici finalità¹² e risultare lesive di molteplici interessi: la sottoscrizione o l'acquisto di azioni proprie può infatti dar luogo «ad un'apparente ricchezza» dal momento che il conferimento non avviene mai o viene contestualmente

⁵ Che consente in tutti gli stati alle società di operare sulle proprie azioni (in assenza, in molti casi, di qualsivoglia specifico obbligo di informazione puntuale) secondo regole non «paragonabili per severità a quelle europee»: S. A. CERRATO, *Le azioni proprie tra diritto interno riformato e prospettive comunitarie*, in *Rivista delle società*, 2004, 340.

⁶ Che consentono generalmente gli *shares buyback* ma con alcune limitazioni: in Francia e Germania l'operazione è sottoposta all'autorizzazione dell'assemblea e l'importo massimo acquistabile non deve eccedere un decimo del capitale (salvo escludersi le finalità di *trading* in Germania), in Austria viene ricalcato il modello tedesco con regole meno severe per le società che ricorrono al mercato del capitale di rischio, in Gran Bretagna all'acquisto deve fare immediatamente seguito la cancellazione, salvo ammettersi la detenzione di *treasury stocks* se quotate in mercati regolamentati europei. Per ulteriori approfondimenti si rimanda a S. A. CERRATO, *op. cit.*, 345 ss.

⁷ S. A. CERRATO, *op. cit.*, 360.

⁸ G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Bologna, Zanichelli, 2011, 405.

⁹ I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992, 12.

¹⁰ F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie e patrimonio sociale*, in *Rivista delle società*, 1982, 1120.

¹¹ Amministratori e consiglio di amministrazione nel sistema tradizionale di gestione (art. 2380-bis c.c.); consiglio di gestione nel sistema dualistico (art. 2409-novies c.c.); consiglio di gestione nel sistema monistico (art. 2409-sexiesdecies c.c.).

¹² A titolo esemplificativo se ne citano alcune: intervenire sull'andamento dei prezzi delle azioni scambiate sul mercato; effettuare un investimento profittevole impiegando flussi di cassa eccedenti; accompagnare l'esercizio di altri strumenti finanziari (come *stock option*, obbligazioni, *warrant*); riduzione di capitale sociale; facilitare future operazioni straordinarie; resistere a tentativi di scalate.

restituito¹³. Ciò mina da un lato l'interesse dei creditori (e dei soci) all'integrità del capitale sociale (che viene in tal modo fittiziamente ridotto o annacquato) e gli equilibri interni alla compagine sociale.

1.1 Le azioni e i titoli azionari

Il termine «azione» nel diritto delle società assume il significato di partecipazione sociale nelle seguenti tipologie societarie: società per azioni (libro V titolo capo V del Codice Civile), società in accomandita per azioni (libro V titolo V capo VI), società cooperativa a responsabilità limitata per azioni¹⁴ (libro V titolo VI capo I).

Con il termine *azione* si è soliti individuare una duplice (e talora triplice¹⁵) accezione:

- a) «l'unità di misura della partecipazione sociale, intesa quale insieme dei diritti e degli obblighi che essa attribuisce»¹⁶;
- b) unità minima ed indivisibile¹⁷ frazione del capitale che deve essere sottoscritta per acquisire lo *status* di socio di una società per azioni;
- c) documento che incorpora la partecipazione sociale (anche chiamato *titolo* o *certificato azionario*).

Questa non univoca valenza del termine ha condotto alcuni autori a considerare diversamente il ruolo delle azioni nella s.p.a.: il fatto che il capitale sia rappresentato da azioni (intesa con la definizione *sub b*) è secondo alcuni autori condizione necessaria e

¹³ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2011, 417.

¹⁴ B. VISENTINI, *Azioni di società*, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, Giuffrè, 1959, 967.

¹⁵ F. D'ALESSANDRO, *Le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, Monduzzi, Bologna, 2010, 147. Similmente anche N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 348: «L'azione viene in considerazione, oltre che come frazione indivisibile del capitale sociale e come unità di misura dei diritti sociali, come titolo che incorpora il valore del patrimonio sociale e le posizioni soggettive dei soci, in funzione della loro circolazione».

¹⁶ B. VISENTINI, «*Azioni di società*», in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1959.

¹⁷ I requisiti di indivisibilità e inscindibilità discendono dalla medesima previsione legislativa (art. 2347 c.c.) ma sono considerati concetti distinti: il primo impedisce che l'azione e i relativi diritti e obblighi siano divisi in frazioni, salvo che lo statuto non disponga diversamente; il secondo invece costituisce un principio inderogabile che impedisce che i poteri e le facoltà derivanti dalla partecipazione possano venire attribuiti a soggetti diversi. Così B. VISENTINI, *op. cit.*, 973 ss.

requisito imprescindibile del tipo societario s.p.a.¹⁸, salvo che poi la società possa decidere di non emettere i *titoli* azionari¹⁹; mentre secondo altri²⁰ la scelta di non emettere certificati azionari costituirebbe un'eccezione alla regola di cui art. 2346 co. 1 primo periodo c.c.

A differenza delle quote di s.r.l., le azioni rappresentano il capitale sociale in modo *standardizzato* e *obiettivo*, caratteristica che permette una più rapida e agevole circolazione sul mercato rispetto alle partecipazioni al capitale di altri tipi societari: è stato in questo senso affermato che «la partecipazione azionaria è obiettivata nell'azione»²¹. Ogni azione presenta di regola eguale valore e conferisce a ciascun possessore i medesimi diritti; è indivisibile, giacché non è possibile divenire soci sottoscrivendo una frazione di essa (art. 2347 co. 1 c.c.) e inscindibile, dal momento che i diritti ad essa relativi in caso di contitolarità tra più soggetti sarebbero imputati ad essi come gruppo e non singolarmente a ciascuno di loro (art. 2352 c.c.).

1.1.1 Le azioni come titoli di credito

Il fatto che le partecipazioni a s.p.a., s.a.p.a., s.c.r.l. siano incorporate in certificati azionari ha rilevanza in merito al loro trasferimento e all'esercizio dei relativi diritti²². Circa la natura dei titoli azionari si è formato negli anni un dibattito, risolto ma mai completamente sopito, nonostante l'opinione positiva prevalente della dottrina e della giurisprudenza, circa la loro qualificazione come titoli di credito.

¹⁸ Così ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri – G. Presti – F. Vella, Bologna, 2003, 7; F. GALGANO, *Diritto commerciale*, Zanichelli, Bologna, 2003, 203; F. FERRARA jr. – F. CORSI, *op. cit.*, 377. Ribadisce il concetto anche B. VISENTINI, *op. cit.*, 968: «Mentre le partecipazioni sono elemento essenziale della società per azioni, i certificati rappresentativi delle azioni ... non sono tali».

¹⁹ Ai sensi del previgente art. 4 r.d. 29 marzo 1942, n. 239 e dell'attuale art. 2346 co. 1 c.c.: «La partecipazione sociale è rappresentata da azioni; salvo diversa disposizione di leggi speciali lo statuto può escludere l'emissione dei relativi titoli o prevedere l'utilizzazione di diverse tecniche di legittimazione e circolazione».

²⁰ Così O. CAGNASSO, «Azioni di società», in *Digesto commerciale*, II, Torino, 1987, 131; G. COTTINO, *Diritto commerciale*, Padova, Cedam, 1976, 573; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010 349, secondo cui «l'incorporazione in un documento destinato alla circolazione è storicamente un tratto caratteristico del tipo s.p.a. ... non ... inderogabile».

²¹ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *op. cit.*, 373.

²² B. VISENTINI, *op. cit.*, 968.

Gli argomenti posti alla base della critica minoritaria si basano sia sull'assenza di letteralità²³ delle azioni sia sulla natura "complessa" del diritto in esse incorporato²⁴: quanto al primo profilo, la letteralità²⁵ verrebbe meno in considerazione della scarsa rilevanza della risultanza letterale sul titolo, che soccomberebbe dinnanzi a deliberazioni assembleari contrastanti²⁶; quanto al secondo, è stato autorevolmente affermato che il possesso dell'azione rappresenta una sorta di «cordone ombelicale che ... lega il socio alla società» ed esprime una posizione del socio molto più complessa rispetto a quella del mero diritto di credito (una sorta di diritto di partecipazione)²⁷.

La divergenza di opinioni nasce necessariamente dalla definizione di *titolo di credito* adottata dai vari autori²⁸. Secondo la dottrina prevalente²⁹ non sarebbe necessaria la presenza di un diritto di credito e del requisito di letteralità per potersi parlare

²³ «Quei requisiti della letteralità e della autonomia... sono, nel campo dei titoli azionari, ridotti a ben modeste proporzioni»: così A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 493; similmente anche A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1962, 241, secondo il quale «letteralità ed autonomia ... sono nelle azioni ridotti ai minimi termini».

²⁴ N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 351.

²⁵ La letteralità è la possibilità per il possessore del titolo di farlo «valere solo secondo il suo tenore letterale, senza riferimento a elementi o circostanze non risultanti dal titolo»: così F. GALGANO, *Diritto privato*, Cedam, 2012, 436 ss.

²⁶ Così N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 352. In questo senso anche A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 493, secondo cui le modificazioni statutarie successive all'emissione delle azioni impedirebbero al socio di evincere la natura della sua partecipazione dal solo titolo, dovendosi ricorrere in tal caso allo statuto aggiornato o alla delibera assembleare che ne ha autorizzato la modifica. Similmente anche G. COTTINO, *Diritto commerciale*, Padova, Cedam, 1976, 576.

²⁷ Secondo B. VISENTINI, *op. cit.*, 969, «il carattere unitario e ... inscindibile, dei diritti e degli obblighi che derivano al socio dal rapporto giuridico di partecipazione» legittimano la considerazione della partecipazione come un unico diritto (c.d. diritto di partecipazione). In questo senso anche F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, Giuffrè, 2005, 236: «L'azione, dunque, è un titolo di partecipazione che documenta la posizione di membro dell'organizzazione societaria, ..., soggetto alle regole proprie di questa e, per la legittimazione e la circolazione, è soggetto alle regole proprie dei titoli di credito»; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 352.

²⁸ Come confermato da G. L. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, 38, secondo cui: «Il problema dell'inquadramento delle azioni di società fra i titoli di credito diviene... gestione di scelta convenzionale».

²⁹ F. GALGANO, *Diritto privato*, Cedam, 2012, 426 ss.

propriamente di titolo di credito³⁰: esso viene infatti definito come un documento che incorpora e funge da veicolo di un diritto in esso menzionato (secondo le regole della circolazione dei beni mobili) che può essere costituito alternativamente da un diritto: di credito (è il caso di: cambiali, obbligazioni, assegni), di consegna su merci (è il caso dei titoli rappresentativi di merci) o di partecipazione ad una s.p.a. in qualità di socio (ad esempio: le azioni). Secondo l'impostazione maggioritaria verrebbero quindi a costituirsi due distinte categorie di titoli di credito: quelli c.d. astratti³¹ e letterali³² dotati di autonomia e letteralità e quelli c.d. causali³³, dotati della sola autonomia³⁴, nella quale rientrerebbero quindi anche i titoli azionari. E' stato altresì affermato³⁵ che l'azione presenti entrambi gli elementi «comuni e minimi della fattispecie titolo di credito», ossia:

- a. una stretta relazione tra il diritto e il documento che consenta di esercitare, in base alla legge di circolazione, il primo in virtù del possesso del secondo;
- b. l'attitudine del documento a fungere da strumento di mobilitazione della ricchezza.

In ogni caso anche gli autori che negano alle azioni la natura di titoli di credito li considerano comunque titoli a cui è legata la partecipazione, necessari per l'esercizio dei

³⁰ Così N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 352, secondo cui «pare lecito dubitare della tesi secondo cui la letteralità, l'autonomia e l'astrattezza costituirebbero altrettanti requisiti della fattispecie titolo di credito»; anche G. L. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, 39 ribadisce che autonomia e letteralità, pur essendo attribuiti normalmente congiunti, sono logicamente e storicamente separabili e si possono validamente riscontrare autonomamente in alcuni titoli di credito.

³¹ L'astrattezza consiste nella mancata enunciazione nel titolo della *causa* dell'attribuzione promessa nel documento: così D. MANENTE – G. PARTESOTTI – A. URBANI, *Lezioni sui titoli di credito*, Bologna, Monduzzi, 2005, 63 ss.

³² Vedi nota n. 17.

³³ Che invece richiamano nel titolo i contratti (di mutuo, di trasporto, di deposito, ecc.) ad esso sottostanti e presentano un grado di incorporazione attenuato: così D. MANENTE – G. PARTESOTTI – A. URBANI, *Lezioni sui titoli di credito*, Bologna, Monduzzi, 2005, 64 e N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 354.

³⁴ Così G. L. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Bologna, 1967, 39.

³⁵ N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 353.

relativi diritti e per far valere i diritti sulla medesima, secondo una disciplina assimilata a quella propria dei titoli di credito³⁶.

1.1.2 La circolazione delle azioni

La circolazione delle azioni può seguire quattro possibili regimi circolatori a seguito della riforma del diritto societario del 2003³⁷:

- regime cartolare: attraverso la semplice consegna (è il caso dei titoli al portatore) oppure l'annotazione del nome dell'acquirente sul titolo e nel registro dell'emittente, ovvero tramite girata autenticata di notaio o agente di cambio (per i titoli nominativi);
- regime non cartolare, applicato quando non sono stati emessi titoli azionari ai sensi dell'art. 2346 co. 1 c.c. e lo statuto nulla disponga in merito: in questo caso la titolarità delle azioni è destinata a risultare soltanto dal libro soci³⁸;
- regime c.d. dematerializzato, ai sensi dell'art. 2354 co. 7 e 2355 co. 5 c.c., obbligatoriamente adottato dalle società con titoli negoziati in mercati regolamentati, che, richiamando la disciplina del TUF (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria)³⁹, richiede la scritturazione sui conti degli intermediari il perfezionamento del trasferimento della partecipazione;
- regime basato sulle tecniche di legittimazione e circolazione previste dallo statuto, ai sensi dell'art. 2346 co.1, ultimo periodo, c.c.

La disciplina civilistica⁴⁰ prescrive che le azioni possano essere nominative o al portatore, a scelta del socio e salvo che siano state interamente liberate, a meno che

³⁶ B. VISENTINI, *op. cit.*, 994; A. GRAZIANI, *op. cit.*, 241; G. RAGUSA MAGGIORE, *Trattato delle società, II, Le società di capitali. La società per azioni. Formazione della società per azioni*, Padova, 2003, 339.

³⁷ F. D'ALESSANDRO, *Le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, Monduzzi, Bologna, 2010, 154.

³⁸ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *op. cit.*, 383.

³⁹ Art. 83-bis d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

⁴⁰ Art. 2355 co. 2, 3 c.c.: «Le azioni al portatore si trasferiscono con la consegna del titolo.

Il trasferimento delle azioni nominative si opera mediante girata autenticata da un notaio o da altro soggetto secondo quanto previsto dalle leggi speciali. Il giratario che si dimostra possessore in base a una serie continua di girate ha diritto di ottenere l'annotazione del trasferimento nel libro dei soci, ed è comunque legittimato ad esercitare i diritti sociali; resta salvo l'obbligo della società, previsto dalle leggi speciali, di aggiornare il libro dei soci».

leggi speciali o lo statuto non stabiliscano diversamente; tuttavia a seguito dell'entrata in vigore dell'art. 1 r.d.l. 25 ottobre 1941, n. 1148 e del successivo art. 74 d.p.r. 29 settembre 1973, n. 600, le azioni emettibili al portatore sono state notevolmente ridotte⁴¹. Il regime di nominatività obbligatoria, sopravvissuto alla guerra e alla caduta del fascismo, è fondato oggi su ragioni parzialmente diverse rispetto alla *ratio legis* che ha accompagnato la sua introduzione⁴²: se il r.d.l. n. 1148/1941 mirava a rendere maggiormente penetrante il prelievo fiscale⁴³ per far fronte alle spese belliche, la regola si dimostrò parimenti efficace in età repubblicana per dar seguito al criterio di progressività di cui all'art. 53 della Costituzione⁴⁴.

Attualmente il regime di nominatività obbligatoria presenta solo alcune eccezioni⁴⁵ introdotte dalla l. 7 giugno 1974, n. 216, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, l. 31 gennaio 1992, n. 59. e d.lgs. 25 gennaio 1992, n. 84: le uniche azioni attualmente emettibili al portatore sono le azioni di risparmio, la cui emissione è riservata alle società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati, le azioni delle società di investimento a capitale variabile (s.i.ca.v.) e le azioni di partecipazione cooperativa.

⁴¹ E continuano ad essere emesse nei soli casi previsti dalla legge, ai sensi dell'art. 2004 c.c.

⁴² G. COTTINO, *Diritto commerciale*, Padova, Cedam, 1976, 574 ss.

⁴³ Infatti gli utili da azioni di risparmio (azioni al portatore) sono sottoposte ad un prelievo fiscale proporzionale: sono sempre considerate partecipazioni non qualificate e scontano una ritenuta a titolo d'imposta pari al 20%, come risulta dal combinato disposto degli artt. 27 dpr 29 settembre 1973, n. 600 e art. 2 co. 6 e 10 d.l. 2011, n.138. Gli utili relativi alle azioni nominative concorrono invece a formare la base imponibile del socio persona fisica, sui cui si applicano le aliquote progressive dell'i.r.pe.f. di cui art. 11 d.p.r 22 dicembre 1986, n. 917.

⁴⁴ Questo il principio affermato dalla Corte costituzionale con sentenza C. Cost., 12 settembre 1957, n. 129, in *Giurisprudenza Costituzionale*, 1957, 1229: «I limiti che la Costituzione consente di porre con legge ordinaria alla libera iniziativa economica e alla proprietà privata in funzione del raggiungimento di fini sociali sono tali da giustificare le disposizioni ... del decreto legge 1941. Preminente è, tra questi fini sociali, assicurare l'adempimento dell'obbligo tributario e della progressività delle imposte... alla cui attuazione non è dubbio che la nominatività dei titoli azionari possa essere diretta».

⁴⁵ N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 350.

1.2 I diritti sociali

La sottoscrizione delle azioni conferisce al soggetto lo *status* di socio⁴⁶, cui sono connessi in linea generale una pluralità indeterminabile⁴⁷ di diritti e di doveri⁴⁸, tra i quali intercorre una limitata correlazione⁴⁹; l'unico dovere previsto dalla legge consiste nell'adempimento del conferimento promesso in sede di sottoscrizione, mentre si suole distinguere i diritti in due o tre categorie: diritti amministrativi o corporativi, patrimoniali, misti.

I diritti *amministrativi* riassumono le «situazioni soggettive che attendono al concorso di ciascun socio alla formazione delle determinazioni volitive comuni al funzionamento degli organi sociali»⁵⁰: consentono di prendere parte alla gestione della società, per quanto la funzione precipuamente *amministrativa* sia svolta da un organo apposito; e sono: diritto di intervento in assemblea (art. 2370 c.c.), diritto di partecipazione alla discussione e registrazione delle proprie dichiarazioni nel verbale (art. 2375), diritto di voto (art. 2351 c.c.), facoltà di impugnare deliberazioni assembleari non conformi alla legge o all'atto costitutivo (art. 2377 co. 3 c.c.), facoltà di denunciare fatti censurabili e sospetto di gravi irregolarità al collegio sindacale (art. 2408 c.c.), di esaminare il libro dei soci e delle assemblee (art. 2422 co. 1 c.c.), di visionare il progetto di bilancio comprensivo di allegati e relazioni illustrative (art. 2429 co. 3 c.c.), esercitare l'azione di

⁴⁶ L'espressione *status socii* non è considerata adeguata da parte di alcuni esponenti della dottrina, giacché il termine *status* (inteso come «collegamento tra l'individuo... e l'ordinamento giuridico» oppure come «situazione avente carattere di diritto assoluto,... di inalienabilità e intrasmissibilità») non pare applicarsi adeguatamente alla qualificazione giuridica di socio di società. Tuttavia a tale espressione è stato riconosciuto il merito di esaltare la partecipazione del singolo ad una collettività, intesa come presupposto di una molteplicità di diritti e obblighi che da essa derivano. Così B. VISENTINI, *op. cit.*, 968 ss.

⁴⁷ Giacché «... nulla impedisce allo statuto di attribuire ai soci diritti ulteriori rispetto a quelli riconosciuti dalla legge»: così F. D'ALESSANDRO, *Le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, Monduzzi, Bologna, 2010, 149.

⁴⁸ Se si considera la previsione statutaria di eventuali prestazioni accessorie, di cui art. 2345 c.c.: esse sono infatti regolate da un accordo autonomo (contratto di appalto, somministrazione, vendita, trasporto, locazione, ecc.) che non ha carattere di obbligazione sociale ma è strettamente collegato al contratto di società. Così S. PESCATORE, *I conferimenti e i titoli azionari*, in *Istituzioni di diritto commerciale*, a cura di V. Buonocore, Giappichelli, Torino, 2006, 151 e B. VISENTINI, *op. cit.*, 981.

⁴⁹ Dal momento che al socio in mora nei versamenti viene interdetto il solo diritto di voto, lasciando inalterati gli altri diritti amministrativi: vedi F. GALGANO, *Diritto commerciale*, Zanichelli, Bologna, 2003, 215.

⁵⁰ F. D'ALESSANDRO, *Le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, Monduzzi, Bologna, 2010, 149.

responsabilità contro gli organi sociali (art. 2393-bis c.c.), far accertare il verificarsi di una causa di scioglimento (art. 2485 c.c.), chiedere la nomina e la revoca dei liquidatori (art. 2487 c.c.). Tali diritti, che spettano di regola a tutti i soci, sono poi integrati dal Legislatore, che prevede una serie di diritti di carattere corporativo a chi possieda una frazione qualificata del capitale sociale, come: il diritto a vedere convocata l'assemblea senza ritardo ai sensi dell'art. 2367 (con almeno un quinto del capitale), il diritto di ottenere l'avvio di immediate indagini a seguito della denuncia al collegio sindacale ai sensi dell'art. 2408 co. 2 (con un ventesimo del capitale) o il diritto a formulare denuncia al tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c.

I diritti *patrimoniali* invece «riguardano il ritorno finanziario dell'investimento effettuato sottoscrivendo o acquistando azioni»⁵¹; rientrano in questo novero il diritto agli utili e alla quota di liquidazione in caso di scioglimento della società (art. 2350 c.c.).

I diritti *misti* presentano invece una componente ibrida che non li rende perfettamente collocabili in una delle categorie precedenti, giacché partecipano tanto della natura corporativa che patrimoniale, e sono: il diritto di recesso, di opzione in caso di aumento di capitale a pagamento (art. 2441 c.c.), di assegnazione gratuita di azioni in caso di aumento gratuito di capitale (art. 2442 c.c.).

1.3 Tipologie e categorie di azioni

L'art. 2348⁵² c.c. introduce al primo comma una regola generale riguardante l'equiparazione delle azioni, in linea con l'intento del Legislatore di rendere la partecipazione minima al capitale di una s.p.a. il più fungibile e standardizzata possibile⁵³; la stessa eccezione alla regola (enunciata nel comma seguente) rispetta il

⁵¹ G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Bologna, Zanichelli, 2011, 397.

⁵² Art. 2348 c.c. – Categorie di azioni: «Le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono ai loro possessori uguali diritti.

Si possono tuttavia creare, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite. In tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie.

Tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti».

⁵³ Di diversa opinione è F. GALGANO, *Diritto commerciale*, Zanichelli, Bologna, 2003, 216, che considera questa una «regola... puramente formale, giacché chi possiede una somma di azioni tale da assicurare... il controllo dell'assemblea o coloro che, privi individualmente di una

carattere spersonalizzato della partecipazione azionaria, dal momento che ad essere dotate di diritti diversi sono categorie di *azioni* e non categorie di *soci*⁵⁴.

Il contrasto tra i primi due commi dell'art. 2348 c.c. è stato variamente interpretato dalla dottrina: secondo taluni il secondo comma rappresenta un'eccezione alla regola di portata generale del primo⁵⁵; secondo altri, la regola di cui al co. 1 andrebbe riferita alle sole azioni ordinarie⁵⁶ o alle azioni appartenenti alla medesima categoria⁵⁷ e sarebbe perciò inderogabile.

I termini "categoria" e "tipo" di azione sono talvolta utilizzati come sinonimi ma si riferiscono a caratteristiche diverse dell'azione: la categoria «costituisce un assieme di titoli che presentano, quanto ai diritti incorporati, caratteristiche comuni»⁵⁸, mentre il tipo raggruppa tra loro titoli azionari che presentano le medesime caratteristiche esteriori; l'esistenza di diversi tipi di azioni non determina quindi alterazioni all'interno dell'equilibrio sociale, mentre le categorie di azioni hanno il preciso scopo di graduare e combinare diversamente i diritti sociali. Appartengono dunque a diverse categorie, ad esempio, azioni ordinarie e azioni privilegiate; mentre sono di tipo diverso azioni al portatore e nominative ovvero azioni liberate in denaro e liberate in natura⁵⁹.

Il Legislatore ha inoltre fornito all'autonomia statutaria una sostanziosa libertà di modulare i diritti sociali creando, sia in sede di emissione di nuove azioni che di conversione di azioni preesistenti, una o più classi di azioni dotate di diritti omogenei⁶⁰:

partecipazione maggioritaria, ne acquistano il controllo in virtù di sindacati azionari, non può dirsi abbiano "uguali diritti" rispetto agli altri azionisti.

⁵⁴ F. D'ALESSANDRO, *Le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, Monduzzi, Bologna, 2010, 151.

⁵⁵ G. COTTINO, *Diritto commerciale*, Padova, Cedam, 587; F. D'ALESSANDRO, *Le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, Monduzzi, Bologna, 2010, 151; F. GALGANO, *Diritto commerciale*, Zanichelli, Bologna, 2003, 216; O. CAGNASSO, «Azioni di società», in *Digesto commerciale*, II, Torino, 1987, 130; S. PESCATORE, *I conferimenti e i titoli azionari*, in *Istituzioni di diritto commerciale*, a cura di V. Buonocore, Giappichelli, Torino, 2006, 153; B. VISENTINI, *op. cit.*, 982.

⁵⁶ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *op. cit.*, 405.

⁵⁷ ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri – G. Presti – F. Vella, Bologna, 2003, 63.

⁵⁸ G. COTTINO, *Diritto commerciale*, Padova, Cedam, 1976, 588.

⁵⁹ Così B. VISENTINI, *op. cit.*, 990 e O. CAGNASSO, *op. cit.*, 130.

⁶⁰ Alcuni autori ritengono che tali diversi diritti debbano applicarsi ad una pluralità di azioni, nel senso che la categoria dovrebbe almeno in via di principio, raggruppare più di un'azione: così B. VISENTINI, *op. cit.*, 983 e G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Bologna, Zanichelli, 2011, 412.

la possibilità di creare categorie di azioni speciali risponde all'esigenza di incentivare la sottoscrizione di azioni andando incontro alle diverse preferenze della platea di investitori⁶¹ alterando il contenuto sia di diritti patrimoniali che amministrativi. Le azioni speciali potrebbero prevedere dei diritti patrimoniali più ampi, come una più elevata partecipazione agli utili, una più contenuta partecipazione alle perdite o dividendi correlati ai risultati di un settore dell'attività sociale, azioni prive di diritto di voto, con voto limitato o condizionato, azioni privilegiate nel rimborso della quota di capitale all'atto della liquidazione.

Alcune categorie di azioni sono state elaborate dal Legislatore, e fra queste si ricordano:

- azioni correlate, ai sensi dell'art. 2350 c.c., i cui diritti patrimoniali vengono dosati sulla base dell'andamento di un determinato settore o ramo aziendale predeterminato;
- azioni di godimento, ai sensi dell'art. 2353 c.c., che consentono ai soci che le ricevono (solitamente a seguito di una riduzione di capitale) di incassare un dividendo pari all'interesse legale in caso di utili eccedenti e di beneficiare in caso di liquidazione delle plusvalenze eventualmente risultanti dal rimborso del capitale con il patrimonio sociale;
- azioni di risparmio, ai sensi dell'art. 145 TUF, prive di diritto di voto e dotate di diritti patrimoniali privilegiati, destinate ai piccoli risparmiatori non interessati alla gestione quanto alle prospettive reddituali dell'investimento azionario⁶²;
- azioni a favore dei prestatori di lavoro, ai sensi dell'art. 2349 c.c.⁶³, che rappresentano una forma di assegnazione figurativa degli utili ai dipendenti, che si vedono imputati un pacchetto azionario di valore nominale corrispondente pur senza aver apportato un conferimento formale⁶⁴.

⁶¹ ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, 66.

⁶² Elemento qualificante dell'azione di risparmio è l'assenza del diritto di voto: quanto agli altri diritti amministrativi, salvo diversa previsione dello statuto, devono ritenersi parimenti non spettanti al socio di risparmio: in questo senso G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Bologna, Zanichelli, 2011, 415.

⁶³ Come osservato da B. VISENTINI, *op. cit.*, 980, la regola di cui art. 2349 c.c. deroga al principio generale enunciato dall'art. 2442 co. 2 che dispone l'assegnazione gratuita delle azioni ai soci, in proporzione alla loro partecipazione.

⁶⁴ La natura di strumento economico-finanziario delle azioni assegnate ai prestatori di lavoro è negata da G. RAGUSA MAGGIORE, *Trattato delle società, II, Le società di capitali. La società per*

Come sopra ricordato, lo statuto può disciplinare l'istituzione di nuove categorie, la cui disciplina è rimessa all'autonomia privata, salvo alcune limitazioni: il valore delle azioni a voto limitato non può superare la metà del capitale sociale (art. 2351 co. 2 c.c.); a ciascuna azione non può essere attribuito più di un diritto di voto (art. 2351 co. 1 c.c.); Non è possibile escludere totalmente alcune categorie di azioni dalla partecipazione a utili o perdite (art. 2265 c.c.).

Al fine di tutelare gli azionisti delle categorie speciali (in particolare di quelle con diritto di voto limitato o sospeso) l'art. 2376 c.c. richiede che venga istituita una assemblea speciale che raccolga tutti gli azionisti della medesima categoria, chiamata ad intervenire su eventuali decisioni dell'assemblea generale, a pena di inefficacia, che pregiudicassero i diritti della categoria⁶⁵.

1.4 Le specificità delle azioni proprie

Tralasciando per un momento le modalità con cui il Legislatore consente alla società di addivenire socia di sé stessa, va brevemente esaminato il regime di detenzione di tali azioni, i limiti e le condizioni a cui sono sottoposti i relativi diritti sociali. Secondo alcuni i diritti collegati alle azioni proprie detenute in portafoglio, finché non vengono annullate o alienate, entrano in uno «stato di quiescenza» e il rapporto sociale da esse rappresentato, pur rimanendo in vita, non può più dispiegare i suoi effetti⁶⁶.

In linea di principio la disponibilità dei diritti sociali collegati alle azioni proprie spetterebbe agli amministratori⁶⁷ intesi come organo esecutivo della società (che ne è proprietaria): il Legislatore dunque, per evitare la formazione di «indebite posizioni di vantaggio degli amministratori e del gruppo di comando»⁶⁸ ha previsto fin dal 1942 la

azioni. Formazione della società per azioni, Padova, 2003, 353, che li considera «parte di retribuzione o un incentivo proporzionale all'attività dei lavoratori».

⁶⁵ Sulla natura del pregiudizio che richiede l'intervento dell'assemblea speciale si veda G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Bologna, Zanichelli, 2011, 413.

⁶⁶ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *op. cit.*, 427.

⁶⁷ A. BENOCCI, *Azioni proprie [aggiornamento-2007]*, in *Digesto commerciale*, Utet, Torino, 98; S. PESCATORE, *I conferimenti e i titoli azionari*, in *Istituzioni di diritto commerciale*, a cura di V. Buonocore, Giappichelli, Torino, 2006, 160.

⁶⁸ G. F. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, UTET giuridica, 2010, 210.

sospensione del diritto di voto⁶⁹ e ha introdotto nel 1986 l'esplicita regola per cui i diritti agli utili e di opzione sono attribuiti alle altre azioni in proporzione.

Certamente la previsione della sospensione del diritto di voto delle azioni proprie risulta la più incisiva e determinante al fine di evitare abusi da parte degli amministratori e/o del gruppo di controllo di cui sono espressione⁷⁰; addirittura secondo qualcuno il diritto di voto a disposizione degli amministratori potrebbe consentire loro di acquistare un'autonoma posizione di potere all'interno dell'assemblea, arrivando anche a controllarla: questo consentirebbe loro di «riconfermare se stessi ad ogni scadenza dalla carica, determinare a proprio piacimento il compenso lordo spettante, approvare i bilanci da essi predisposti, ...»⁷¹.

E' stato poi autorevolmente affermato⁷² che non solo il diritto di voto ma tutti i diritti connessi alle azioni proprie risulterebbero sospesi⁷³ fintanto che appartengano alla società: questo non è solo il caso dei diritti di opzione e all'utile, la cui sospensione è implicita nella formula «sono attribuiti alle altre azioni»⁷⁴ (che implica che tali diritti siano sottratti alle azioni proprie) ma anche di tutti gli altri diritti patrimoniali e amministrativi, che il *verbum legis* non richiama espressamente ma a cui si estenderebbe la previsione⁷⁵.

⁶⁹ Disposizione che ha per lungo tempo impegnato nella dottrina con riguardo alla computazione delle relative azioni nei *quorum* assembleari, per la cui trattazione si rinvia capitolo 4.

⁷⁰ Come osservato da R. ROSAPEPE, *Le società di capitali. I conferimenti e i titoli azionari*, in *Manuale di diritto commerciale*, ideato da V. Buonocore, 2013, Torino, 354: in tal modo si «sterilizza il pericolo che l'acquisto... da parte del gruppo di comando... sia utilizzato per alterare i rapporti tra i soci».

⁷¹ F. GALGANO, *Diritto commerciale*, Zanichelli, Bologna, 2003, 224. Similmente G. COTTINO, *Diritto commerciale*, Padova, Cedam, 1976, 605, che profila il pericolo che gli amministratori acquistino «a spese della società, ulteriore in debito potere» attraverso il rastrellamento delle azioni; e G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Bologna, Zanichelli, 2011, 408, che solleva il rischio che gli amministratori possano «fruire di un pacchetto di diritti di voto senza aver effettuato un corrispondente investimento».

⁷² F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 130 ss.

⁷³ E tale sospensione non appare derogabile ad opera dell'assemblea dei soci, secondo l'interpretazione di F. CARBONETTI, *op. cit.*, 135.

⁷⁴ Art. 2357-ter co. 2 c.c.: «Finché le azioni restano in proprietà della società, il diritto agli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni. Il diritto di voto è sospeso, ma le azioni proprie sono tuttavia computate ai fini del calcolo delle maggioranze e delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell'assemblea. ...».

⁷⁵ F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 133.

La sospensione dei diritti sociali si unisce ai limiti, imposti agli amministratori di disporre di tali azioni: essi necessitano infatti in tal caso della preventiva autorizzazione assembleare (art. 2357-ter co. 1 c.c.) che stabilisca anche le relative modalità di cessione.

Va infine osservato che la sospensione del diritto di opzione non ha nulla a che vedere con l'assegnazione di azioni in caso di aumento gratuito di capitale⁷⁶: in questo caso infatti l'assegnazione (che riguarda unicamente azioni con le medesime caratteristiche di quelle già possedute) è solo il sintomo di una diversa soluzione organizzativa interna alla società, che non altera (e anzi assume il precipuo scopo di evitare l'alterazione) dei rapporti di partecipazione esistenti⁷⁷; la variazione aumentativa del capitale non comporta infatti alcun flusso reale o monetario, perciò non c'è ragione che la società non possa incrementare per questa via il numero di azioni proprie in portafoglio⁷⁸.

1.5 Inammissibilità di quote proprie in società a responsabilità limitata

Solo ai tipi societari della società per azioni e della società cooperative a responsabilità limitata, pur con le dovute distinzioni⁷⁹, il Legislatore accorda la possibilità di acquistare proprie partecipazioni⁸⁰: questo ha suscitato in alcuni autori il dubbio sull'ammissibilità di acquisto di proprie quote da parte di s.r.l.⁸¹, che si sono chiesti «fino a che punto la diversità di trattamento tra una società per azioni o una società a responsabilità limitata sia effettivamente il risultato della diversa conformazione del tipo societario o non invece la conferma dell'atteggiamento di profonda diffidenza e di diffuso sospetto comune al legislatore del codice commercio e a quello del codice civile del 1942»⁸².

⁷⁶ Invece in caso di aumento gratuito del capitale le azioni proprie fanno scattare l'assegnazione di nuove azioni in capo alla società, come confermato da F. FERRARA jr. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2011, 427 in nota n. 2.

⁷⁷ F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 135.

⁷⁸ F. LIZZA, *op. cit.*, 135.

⁷⁹ Distinzioni da attribuire allo specifico scopo mutualistico che distingue le cooperative dalle società lucrative: così I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992, 76.

⁸⁰ Per la cui trattazione si rimanda al paragrafo 2.8.

⁸¹ Per la quale vige il divieto di cui art. 2474 c.c.: «In nessun caso la società può acquistare o accettare in garanzia partecipazioni proprie, ovvero accordare prestiti o fornire garanzia per il loro acquisto o la loro sottoscrizione».

⁸² I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992, 74.

Pur rientrando nel novero delle società di capitali, alcuni elementi distinguono fin dal 1942 i due tipi societari e specialmente a seguito della riforma del 2003⁸³ la società a responsabilità limitata è stata emancipata dal suo ruolo di piccola s.p.a., dal momento che le è stata concessa ampia autonomia statutaria: questa flessibilità l'ha resa adatta ad assumere un'accentuata impronta personalistica senza però smarrire la spersonalizzazione tipica delle società dotate di personalità giuridica⁸⁴. Con riferimento al capitale di comando, inoltre, va rilevato che la contrapposizione tra maggioranza e minoranza assume nella s.p.a. un significato più profondo che negli altri tipi: la differenza tra soci di maggioranza e di minoranza non è infatti meramente quantitativa ma anche e soprattutto qualitativa, poiché mira a distinguere tra chi ha sottoscritto le azioni con fini imprenditoriali e chi utilizza l'investimento azionario come forma di risparmio⁸⁵.

L'art. 144 c.co. riferiva il divieto di acquisto alle società anonime, prototipo dei tipi societari s.p.a. e s.r.l. che l'hanno sostituita nel nuovo testo del Codice Civile: le successive norme che si sono occupate di disciplinare l'acquisto di proprie quote da parte di s.r.l. sono state l'art. 2483 c.c.⁸⁶ prima (che si limitava a vietare le operazioni di acquisto e ricezione in pegno delle quote) e l'art. 2474 c.c.⁸⁷ dopo (che ha esteso il divieto anche alle forme di assistenza finanziaria che la società a responsabilità limitata potrebbe fornire tramite le proprie quote).

Vari sono stati gli autori che hanno cercato di ricostruire le motivazioni alla base del diverso trattamento tra s.p.a. e s.r.l. in tema di partecipazioni proprie e assistenza finanziaria⁸⁸.

⁸³ Come illustrato da ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri – G. Presti – F. Vella, Bologna, 2003, 21: «Con la riforma, infatti la s.r.l. si è emancipata dal ruolo di “piccola s.p.a. senza azioni” per raggiungere ... una propria compiuta autonomia di disciplina e, ancor prima, di identità».

⁸⁴ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *op. cit.*, 874.

⁸⁵ F. GALGANO, *Diritto commerciale*, Zanichelli, Bologna, 2003, 147.

⁸⁶ A partire dall'introduzione nell'ordinamento del codice civile con r.d. 6 marzo 1942, n. 262 fino all'entrata in vigore della riforma del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 l'art. 2483 c.c. così recitava: «In nessun caso la società può acquistare o ricevere in pegno le proprie quote».

⁸⁷ Art. 2474: «In nessun caso la società può acquistare o accettare in garanzia partecipazioni proprie, ovvero accordare prestiti o fornire garanzia per il loro acquisto o la loro sottoscrizione».

⁸⁸ A. ALBANESE, *Azioni o quote proprie e divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.*, in *La responsabilità civile*, 2005, 555 ss.; S. CENNERAZZO, *Sui rapporti tra il divieto di accordare prestiti per la sottoscrizione di partecipazioni proprie e la rinuncia della società a proseguire un'azione giudiziale*, in *Banca, borsa e titoli di Credito*, 2011, 5, 553 ss.; F. FERRARA jr. – F. CORSI,

Nella Relazione al Re sul Codice Civile fatta dal Guardasigilli (§ n. 1011) il divieto di acquisto di quote proprie da parte di società a responsabilità limitata è stato ricondotto all'esigenza politico-legislativa di evitare che l'operazione si risolva in una prematura restituzione di capitale sociale o in un tentativo della società a responsabilità limitata di «speculare sulle partecipazioni dei propri soci o garentirsi con esse, quando l'acquisto di esse si risolverebbe in una prematura restituzione del capitale sociale»: a ben vedere però le medesime istanze di tutela⁸⁹ contro eventuali occulte finalità⁹⁰ potrebbero applicarsi e rinvenirsi anche nelle società per azioni e potrebbero essere limitate da disposizioni normative del tutto analoghe a quelle di cui art. 2357 ss. c.c.⁹¹: in questo senso quindi le giustificazioni addotte nella relazione non sarebbero sufficientemente esaurienti⁹².

In quest'ottica andrebbe perciò ricercata una motivazione ulteriore, «un *quid pluris* che giustifichi la scelta del Legislatore di dettare due diverse discipline per uno stesso fenomeno»⁹³: ad avviso di qualcuno⁹⁴ l'operazione sarebbe consentita alla s.p.a. e non anche alla s.r.l. poiché solo la prima potrebbe avvantaggiarsi del differenziale di prezzo generato dall'operazione, giacché la vocazione alla circolazione apparterrebbe solo alle azioni e non anche alle quote.

op. cit., 375; M. DI RIENZO, *Il divieto di operazioni sulle proprie quote della società a responsabilità limitata*, in *Rivista Società*, 1992, 162 ss.; G. RACUGNO, *Operazioni sulle proprie partecipazioni nella s.r.l.*, in *Le Società*, 2003, 373. *Contra* V. SALAFIA, *Acquisto da parte di s.r.l. di quote proprie*, in *Le società*, 1992, 1059, che non rileva alcuna ragione plausibile al diverso trattamento riservato alla s.r.l.

⁸⁹ Tutela dell'integrità del capitale sociale contro il pericolo della mancata corrispondenza tra capitale e conferimenti effettivi e contro il rischio di celate riduzioni di capitale; e tutela contro abusi da parte dell'organo amministrativo: così M. DI RIENZO, *op. cit.*, 165.

⁹⁰ Ad esempio: la finalità di agevolare l'uscita di alcuni soci senza esporli al rischio dell'alienazione delle quote sul mercato, il tentativo di escludere alcuni soci dall'organo assembleare, il tentativo di minare l'integrità del capitale sociale cui non corrisponderebbero effettivi conferimenti, ... Così V. SALAFIA, *Acquisto da parte di s.r.l. di quote proprie*, in *Le società*, 1992, 1059 e M. SANTORO, *Portata del divieto per la s.r.l. di acquisto di proprie quote. Commento a Cass. 20 gennaio 2000, n. 796*, in *Le Società*, 2000, 1094.

⁹¹ V. SALAFIA, *Acquisto da parte di s.r.l. di quote proprie*, in *Le società*, 1992, 1059; M. SANTORO, *op. cit.*, 1094; G. ZANARONE, *Commento all'art. 2474*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, Giuffrè, Milano 2010, 887; M. DI RIENZO, *op. cit.*, 166; G. FERNANDEZ, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni nella s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, II, 765.

⁹² I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, Giuffrè, 1992, 79.

⁹³ M. SANTORO, *op. cit.*, 1094.

⁹⁴ F CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, Giuffrè, 1988, 31.

Una seconda tesi fa discendere la diversità di trattamento dalla regola enunciata dall'art. 2468 co. 1 c.c.: «Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni ...». Secondo alcuni infatti la mancanza del titolo di credito nella s.r.l. porterebbe all'estinzione del rapporto sociale per confusione⁹⁵ in capo alla società che acquisti una propria quota⁹⁶. Questa impostazione è stata però criticata da alcuni autori, che hanno osservato come nella s.p.a. sia possibile al contempo evitare l'emissione di titoli azionari e nonostante questo sottostare alla disciplina di cui artt. 2357 ss. c.c.⁹⁷; inoltre se fosse l'assenza del titolo di credito a sancire l'illegittimità dell'operazione, il divieto enunciato dall'art. 2474 c.c. dovrebbe essere esteso anche alle società cooperative, le cui partecipazioni sociali non assurgono al rango di titoli di credito⁹⁸.

Secondo altri l'«invenzione della obiettivazione della partecipazione sociale»⁹⁹ e la sua (eventuale) estrinsecazione in un titolo di credito permetterebbe di slegare completamente la persona del socio dall'apporto di capitale, quasi fosse socia «l'azione ancor prima dell'azionista»¹⁰⁰: secondo questa prospettiva la caratteristica di oggettivazione e spersonalizzazione sarebbe «immanente e coesistente all'indole

⁹⁵ Essendo la confusione un modo di estinzione dell'obbligazione per cause diverse dall'adempimento, che si attua quando le qualità di debitore e creditore si riuniscono in un unico soggetto: così F. GALGANO, *Diritto privato*, Cedam, Padova, 2012, 218.

⁹⁶ Così G. RACUGNO, *Operazioni sulle proprie partecipazioni nella s.r.l.*, in *Le Società*, 2003, 374; G. SANTINI, *Commento all'art. 2483 c.c.*, in *Commentario del codice civile Scajola Branca*, a cura di F. Galgano, Zanichelli, Bologna, 1992, 179. Contra M. DI RIENZO, *op. cit.*, 174 ss., che sostiene l'inoperatività dell'estinzione per confusione e la costituzione invece di un rapporto unisoggettivo, giustificato dall'analogia di struttura economica e giuridica fra azioni (per le quali interviene il *medium* del titolo di credito) e quote.

⁹⁷ A. ALBANESE, *Azioni o quote proprie e divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.*, in *La responsabilità civile*, 2005, 556; ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri – G. Presti – F. Vella, Bologna, 2006, 107, secondo cui l'incorporazione dei “titoli azionari” è profilo meramente naturale, e non già essenziale, dell'azione»; M. DI RIENZO, *op. cit.*, 167 ss.

⁹⁸ I. MENGHI, *op. cit.*, 79.

⁹⁹ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *op. cit.*, 417.

¹⁰⁰ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *op. cit.*, 375. Concorde anche M. STELLA RICHTER jr., *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2006, 285: «prescrivere che la partecipazione in società a responsabilità limitata non può essere costituita da azioni significa appunto vietare il ricorso ad un criterio di identificazione della misura (E dell'unità) della partecipazione (...) che, quindi, consideri la persona del socio un *posterius* positivo (...)».

stessa della partecipazione azionaria (quand'anche la stessa non fosse incorporata nei certificati azionari)»¹⁰¹.

Altri ritengono invece che la *ratio* del diverso trattamento consisterebbe nell'esaltazione della persona del socio nella s.r.l., motivazione che giustificherebbe anche il diverso trattamento riservato ai due tipi societari in materia di trasferibilità delle partecipazioni¹⁰².

Infine vi è chi ritiene impossibile ricondurre il divieto di cui art. 2474 c.c. ad «elementi strutturali o altri fattori in grado di spiegare la diversità di disciplina»¹⁰³. Ci si è chiesti infine se il divieto sancito per le s.r.l. sia da intendersi come assoluto o sia suscettibile di alcuni temperamenti: a favore di quest'ultima tesi, alcuni autori hanno osservato come il divieto potrebbe non applicarsi all'eventualità che la s.r.l. acquisti proprie quote con il solo scopo del loro successivo annullamento¹⁰⁴; altri¹⁰⁵ hanno ammesso l'inoperatività del divieto anche per le ipotesi di acquisto a titolo gratuito (se si tratti di quote interamente liberate), in casi in cui siano osservate le norme previste per la riduzione del capitale o per tramite del negozio di vendita di cosa altrui¹⁰⁶; altri¹⁰⁷ ancora hanno ammesso la validità dell'acquisto a seguito di successione universale o fusione. Altri

¹⁰¹ Così ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri – G. Presti – F. Vella, Bologna, 2006, 107.

¹⁰² Così M. DI RIENZO, *op. cit.*, 185 ss., che rileva come le norme di cui art. 2479 co. 1 c.c. e art. 2355 co. 3 c.c. esprimano uno *sfavor* molto più marcato del Legislatore nei confronti delle s.r.l. dinanzi alle medesime circostanze, giustificabile solo alla luce delle «norme che connotano in senso "personalistico"» la s.r.l., come ad esempio gli artt. 2484, 2485, 2486 c.c. in materia di assemblee o artt. 2488, 2489 c.c. in materia di collegio sindacale. Secondo M. STELLA RICHTER jr., *op. cit.*, 290 il rilievo della persona del socio non consentirebbe di «ipotizzare una partecipazione propria (...) senza un reale socio».

¹⁰³ Così I. MENGHI, *op. cit.*, 95. Sostanzialmente concorde V. SALAFIA, *Acquisto da parte di s.r.l. di quote proprie*, in *Le società*, 1992, 1059, che non rinviene per la diversità di trattamento «alcun plausibile motivo».

¹⁰⁴ Ipotesi prevista a favore della s.p.a. all'art. 2357-bis co. 1 n. 1 c.c. In questo senso M. DI RIENZO, *op. cit.*, 199 ss.; G. RACUGNO, *Operazioni sulle proprie partecipazioni nella s.r.l.*, in *Le Società*, 2003, 374.

¹⁰⁵ M. SANTORO, *Portata del divieto per la s.r.l. di acquisto di proprie quote. Commento a Cass. 20 gennaio 2000, n. 796*, in *Le Società*, 2000, 1092 ss.

¹⁰⁶ M. F. BARONI, *Commento all'art. 2474*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2005, 1926; M. SANTORO, *Portata del divieto per la s.r.l. di acquisto di proprie quote. Commento a Cass. 20 gennaio 2000, n. 796*, in *Le Società*, 2000, 1093; G. SANTINI, *Commento all'art. 2483 c.c.*, in *Commentario del codice civile Scajola Branca*, a cura di F. Galgano, Zanichelli, Bologna, 1992, 180.

¹⁰⁷ V. SALAFIA, *Acquisto da parte di s.r.l. di quote proprie*, in *Le società*, 1992, 1059 ss.

autori invece sostengono l'assolutezza del divieto, in ragione della perentorietà dell'espressione «in nessun caso» adottata dal Legislatore nell'art. 2474 c.c.¹⁰⁸ e in ragione della portata del divieto, che assume secondo qualcuno valenza di principio¹⁰⁹.

Diverse sono anche le sanzioni che la dottrina ha ipotizzato per la s.r.l. che acquisti le proprie quote: per alcuni scatterebbe l'obbligo per gli amministratori di alienare le quote illegittimamente acquisite¹¹⁰ ed essi sarebbero passibili di sanzioni penali ex art. 2628 c.c.¹¹¹; per altri la conseguenza della violazione del divieto sarebbe la assoluta ed insanabile nullità dell'atto compiuto, per contrarietà a norme imperative (art. 1418 ss. c. c.)¹¹².

Attualmente va segnalato che l'unica deroga prevista per il divieto alle operazioni su proprie quote di s.r.l. è stata introdotta con d.l. 18 ottobre 2012 n. 179 ("ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese") in tema di *start-up* innovative: le imprese costituite in forma di s.r.l. che presentino le caratteristiche di cui all'art. 25 co. 2 del medesimo decreto¹¹³ possono infatti derogare al divieto di cui art. 2474 c.c. ogni qualvolta le quote

¹⁰⁸ Come osservato da M. TANZI, *Commento all'art. 2474*, in *Società di capitali, Commentario* diretto da G. Nicolini - A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 1559; concorde anche ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri - G. Presti - F. Vella, Bologna, 2006, 107; G. FERNANDEZ, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni nella s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, II, 782; I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, Giuffrè, 1992, 79; e F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, 30, che evidenzia come la «formula drastica senza alcun riferimento ad eccezioni» non lasci spazio a dubbi.

¹⁰⁹ Se infatti si fondasse la *ratio* del divieto non sulla tutela contro un mascherata restituzione del capitale ai soci ma come un'inammissibilità in linea di principio che la s.r.l. divenga socia di sé stessa, allora il divieto non dovrebbe subire temperamenti in caso di vicende "eccezionali" quali la fusione, la successione *mortis causa*, ecc. Così G. ZANARONE, *Commento all'art. 2474*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, Giuffrè, Milano 2010, 891.

¹¹⁰ V. SALAFIA, *Acquisto da parte di s.r.l. di quote proprie*, in *Le società*, 1992, 1060.

¹¹¹ M. STELLA RICHTER jr., *op. cit.*, 290.

¹¹² M. TANZI, *Commento all'art. 2474*, in AA.VV., *Società di capitali. Commentario*, diretto da G. Nicolini - A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 1560; M. DI RIENZO, *op. cit.*, 194; G. ZANARONE, *Commento all'art. 2474*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, Giuffrè, Milano 2010, 907; G. SANTINI, *Commento all'art. 2483 c.c.*, in *Commentario del codice civile Scajola Branca*, a cura di F. Galgano, Zanichelli, Bologna, 1992, 180.

¹¹³ Che richiede, per l'attribuzione della qualifica di start-up innovativa, molteplici requisiti, tra i quali la mancata distribuzione di eventuali utili e la previsione di un oggetto sociale orientato alla produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico.

proprie siano acquistate con la finalità di assegnarle a dipendenti, amministratori e collaboratori come incentivo¹¹⁴.

¹¹⁴ Art. 26 co. 6 d.l. 18 ottobre 2012, n. 179: «Nelle start-up innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata, il divieto di operazioni sulle proprie partecipazioni stabilito dall'articolo 2474 del codice civile non trova applicazione qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali».

2. L'evoluzione storica della disciplina italiana e comunitaria

La fattispecie dell'acquisto di azioni proprie venne per la prima volta regolata nell'ordinamento del Regno d'Italia dal Codice di Commercio del 1882 e fu poi trasferita in epoca fascista nel neonato Codice Civile del 1942, dove si ritrova ancora oggi la quasi totalità della disciplina delle azioni proprie.

Nonostante la persistenza della disciplina per oltre mezzo secolo nel medesimo corpo normativo (in particolare negli artt. 2357 ss.) essa ha in più occasioni cambiato i suoi tratti caratteristici sulla spinta di una serie di interventi che hanno delineato e meglio definito i tratti di una serie di operazioni dal profilo spesso ambiguo: come nella creazione di un ritratto, le operazioni coinvolgenti azioni proprie sono state dapprima abbozzate con un tratto essenziale e solo successivamente arricchite da tratti di chiaroscuro che hanno fatto emergere volumi ed ombre che rendono immediatamente ed univocamente riconoscibile un soggetto.

2.1 Il codice del commercio

La prima regolamentazione in tema societario dell'Italia unita era contenuta nel Codice di Commercio del 1882, promulgato con R.D. 31 ottobre 1882, che all'art. 144 c.co. conteneva la seguente disposizione, rivolta alle società anonime:

«Gli amministratori non possono acquistare le azioni della società per conto di essa, salvo il caso in cui l'acquisto sia autorizzato dall'assemblea generale, e sempreché si faccia con somme prelevate dagli utili regolarmente accertati e le azioni siano liberate per intero. In nessun caso essi possono accordare sulle azioni stesse alcuna anticipazione».

Le finalità del divieto, rivolto non tanto alla società quanto ai suoi amministratori¹¹⁵, individuate dalla dottrina sono state essenzialmente quattro: impedire un'indiretta riduzione del capitale, «un ingiusto dominio degli amministratori mediante i voti delle azioni acquistate», abusive influenze sul corso azionario e l'investimento del patrimonio

¹¹⁵ A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 296; A. DE GREGORIO, *L'acquisto delle azioni di una società anonima per conto della stessa società e l'art. 144 cod. di comm.*, in *Studi di diritto commerciale in onore di C. Vivante*, vol. 2, 381; F. MESSINEO, *L'art. 144 cod. comm. e i riporti di azioni sociali*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1926, I, 399.

sociale in titoli che perderebbero valore nel momento in cui il capitale dovesse fronteggiare i debiti sociali¹¹⁶.

Per limitare l'abuso del ricorso a questa operazione il Codice ha introdotto tre condizioni, mantenute anche nelle successive modifiche alla disciplina fino ai giorni nostri, da rispettare simultaneamente:

- a. la presenza di un'autorizzazione assembleare;
- b. l'impiego di «utili regolarmente accertati»;
- c. l'acquisto di azioni già liberate.

E' stato rilevata la diversa natura degli ultimi due requisiti rispetto a quello *sub a)*: se ai primi infatti va attribuita la finalità di tutela dell'integrità del capitale sociale¹¹⁷, l'autorizzazione assembleare sembra tutelare soprattutto i soci, sia contro l'impiego di utili in rischiose forme di investimento (come quello in azioni proprie) quanto contro indebite ingerenze degli amministratori nelle deliberazioni assembleari¹¹⁸.

2.1.1 L'autorizzazione assembleare

La prima condizione si inserisce perfettamente nella disciplina dei rapporti tra amministratori e assemblea dei soci dell'epoca, disciplinata dal Titolo IX Capo I sezione III § 3 c.co.¹¹⁹: gli amministratori erano definiti come mandatari temporanei e revocabili, che potevano compiere le sole operazioni previste nell'atto costitutivo, mentre all'assemblea era consentito deliberare con riguardo ad un novero illimitato di atti di gestione. Veniva quindi riconosciuta dal Codice «la sovranità dell'assemblea dei soci e la subordinazione degli amministratori al volere dei soci, anche nelle materie di loro competenza»¹²⁰. E' stato inoltre osservato che l'autorizzazione assembleare assicura il diritto dei soci all'informazione, la possibilità cioè di conoscere, rielaborare e valutare le scelte gestionali effettuate tramite le risorse finanziarie da loro messe a disposizione

¹¹⁶ A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 294; A. MARGHERI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, UTET, 1929, 365.

¹¹⁷ Come affermato da A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1962, 298: «In una società, come la società per azioni, nella quale l'unica garanzia dei creditori sociali è costituita dal patrimonio della società, la salvaguardia dell'integrità del capitale sociale e della riserva è di vitale importanza».

¹¹⁸ I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992, 52 ss.

¹¹⁹ I. MENGHI, *op. cit.*, 46 ss.

¹²⁰ I. MENGHI, *op. cit.*, 49.

dell'interesse sociale¹²¹; qualcuno ha però messo in dubbio che tale potere dell'assemblea possa spogliare il singolo socio del diritto alla disposizione degli utili (di modo che sembrerebbe necessaria per la validità della deliberazione l'unanimità dei soci¹²²).

Del resto il potere di autorizzare l'operazione non potrebbe competere ad altri se non all'organo sociale che ha il potere di disporre degli utili risultanti dal bilancio, e tale requisito non pare derogabile neanche ad opera di una specifica previsione statutaria¹²³, giacché risponde alla specifica esigenza di limitare il più possibile la libertà di manovra degli amministratori.

Il contenuto della deliberazione e il grado di dettaglio dell'autorizzazione non vengono definiti dalla norma, che quindi restano alla discrezione dei singoli; gli elementi nella pratica più ricorrenti¹²⁴ della deliberazione sono:

- il numero di azioni da acquistare;
- l'importo massimo impiegabile per l'acquisto;
- le procedure di acquisto utilizzabili; la determinazione di prezzi di acquisto unitari minimo e massimi;
- il tempo concesso agli amministratori per dar corso alla delibera.

2.1.2 *L'impiego di utili regolarmente accertati*

Il secondo requisito richiede che l'acquisto delle azioni proprie avvenga esclusivamente mediante l'impiego di *utili* (quota di patrimonio sociale formatasi nell'esercizio o in esercizi precedenti e distribuibile agli azionisti) risultanti da un bilancio regolarmente approvato (questo il significato di *regolarmente accertati*), anche

¹²¹ F. LIZZA, *L'acquisto di azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1983, 7 ss. Secondo S. SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto delle proprie azioni e diritti degli azionisti*, in *Rivista delle società*, 1973, 10 l'assemblea è stata scelta come «sede naturale» per l'individuazione e risoluzione di conflitti e contrasti interni che l'operazione suscita.

¹²² A. DE GREGORIO, *L'acquisto delle azioni di una società anonima per conto della stessa società e l'art. 144 cod. di comm.*, in *Studi di diritto commerciale in onore di C. Vivante*, vol. 2, 382.

¹²³ A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 295 ss., previsione che potrebbe al massimo facilitare l'approvazione dell'operazione nel senso di renderla possibile anche in mancanza di un avviso di convocazione che la preveda.

¹²⁴ Come riportato da F. LIZZA, *op. cit.*, 10.

se non risulta essenziale che l'accertamento avvenga nella stessa assemblea che autorizza l'acquisto¹²⁵.

Questa disposizione implica in modo inequivocabile che non possono essere intaccati dall'operazione né il capitale sociale né quella riserva che a capitale non può essere imputata (la riserva legale)¹²⁶. La menzione che il Legislatore fa a proposito degli *utili* non va quindi interpretata in modo rigido e letterale: sono da ritenersi in primo luogo comprese anche le riserve formatesi con gli utili degli esercizi precedenti (esclusa la riserva legale), data l'identica attitudine delle due poste ad alimentare il circuito di autofinanziamento dell'impresa¹²⁷; si considerano in secondo luogo impiegabili a tale scopo anche le quote di patrimonio sociale classificabili come *riserve facoltative* e l'eccedenza dell'attivo rispetto al passivo conseguente ad una rivalutazione patrimoniale¹²⁸.

2.1.3 La preventiva liberazione delle azioni

La terza condizione posta dalla norma è che le azioni oggetto dell'acquisto siano state interamente liberate. Secondo alcuni¹²⁹ questo requisito è stato considerato necessario ad evitare che l'acquisto si traducesse in una indebita riduzione di capitale¹³⁰; secondo altri invece la preventiva liberazione delle azioni sarebbe funzionale a garantire la parità di trattamento tra gli azionisti, ma superflua nell'ottica della tutela dei creditori¹³¹. Quanto al primo profilo, la decisione dell'acquisto di azioni non liberate da parte degli

¹²⁵ A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 296 ss.

¹²⁶ Così F. LIZZA, *op. cit.*, 18 e A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 303. Secondo O. LO CIGNO, *Sub. art. 2357 c.c.*, in *Commentario al codice civile. Del lavoro. Delle società per azioni*, Torino, Utet, 1984, 75, sono utili *disponibili* quelli che «non vengono portati a riserva legale, statutaria, a fondo di ammortamenti, a fondi di anzianità o di quiescenza e così via».

¹²⁷ F. LIZZA, *op. cit.*, 19.

¹²⁸ A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 297.

¹²⁹ A. MARGHERI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, UTET, 1929, 365.

¹³⁰ Come si legge nella Relazione del Ministro Mancini, in A. MARGHERI, *I Motivi del Nuovo Codice di Commercio*, vol. 4, Napoli, 1885, 187. Di opinione simile anche O. LO CIGNO, *Sub. art. 2357 c.c.*, in *Commentario al codice civile. Del lavoro. Delle società per azioni*, Torino, Utet, 1984, 77, secondo cui il requisito di azioni liberate tutelerebbe il credito dei soci nei confronti della società per i decimi residui, che altrimenti verrebbe eliminato.

¹³¹ A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 298.

amministratori potrebbe avvantaggiare quegli specifici azionisti che non hanno ancora adempiuto al dovere del conferimento¹³².

Con riguardo alla tutela dei creditori, il suddetto requisito non risulterebbe particolarmente efficace, giacché i creditori sociali potrebbero rivalersi ugualmente sulla medesima porzione di attivo. Proponiamo a tal proposito un esempio: nel caso A) si considera una società per azioni le cui azioni siano interamente liberate che si appresta ad acquistare azioni proprie per un ammontare pari all'utile dell'esercizio (in ipotesi pari a 150) prelevando i fondi necessari dal conto corrente:

<i>Caso A Stato patrimoniale (ante acquisto)</i>			
<i>Attività</i>		<i>Passività e P.N.</i>	
Banca c/c	500	Debiti	200
		Patrimonio netto	300
		- Utile	150
		- Capitale sociale e riserve	150

Nell'ipotesi che, per garantire la tutela dei creditori sociali, sia necessario contrapporre al capitale sociale un compendio di attività nel quale non rientrino le azioni proprie, risulterà dall'esempio che l'acquisto di azioni proprie riduce le consistenze del conto corrente (per fare spazio alle nuove azioni acquistate).

<i>Caso A Stato patrimoniale (post acquisto)</i>			
<i>Attività</i>		<i>Passività e P.N.</i>	
Banca c/c	350	Debiti	200
Azioni proprie	150	Patrimonio netto	300

Nel caso B) invece si ipotizza l'acquisto, da parte di una società per azioni identica alla precedente, di azioni proprie non liberate (sempre nei limiti dell'utile regolarmente accertato):

¹³² Come riportato da F. LIZZA, *op. cit.*, 25.

<i>Caso B Stato patrimoniale (ante acquisto)</i>			
<i>Attività</i>		<i>Passività e P.N.</i>	
Banca c/c	350	Debiti	200
Crediti vs. soci vers. ancora dovuti	150	Patrimonio netto	300

Anche qui l'inserimento di azioni proprie nell'attivo sacrifica una posta patrimoniale, in questo caso i *Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti*, ma non si registra nei confronti dei creditori sociali una diminuzione delle garanzie rispetto al caso A).

<i>Caso B Stato patrimoniale (post acquisto)</i>			
<i>Attività</i>		<i>Passività e P.N.</i>	
Banca c/c	350	Debiti	200
Azioni proprie	150	Patrimonio netto	300
Crediti vs. soci vers. ancora dovuti	0		

Risulta pertanto evidente che l'acquisto di azioni proprie ha favorito il recesso di quei soci che non avevano adempiuto al dovere del conferimento ma non ha determinato un pregiudizio nei confronti dei terzi.

2.1.4 Ulteriori osservazioni in merito all'art. 144 c.co.

Quanto alla portata del divieto espresso dall'art. 144 c.co. alcuni autori¹³³ lo hanno ritenuto privo della categoricità e dell'assolutezza che sembrano, ad una prima lettura, contraddistinguere. E' stato in proposito sostenuto che non debbano essere sottoposti al divieto di cui art. 144 c.co.:

- l'acquisto a seguito di donazione e a seguito di aggiudicazione per vendita coattiva;
- l'acquisto temporaneo finalizzato alla vendita per calmierare il prezzo dei titoli sul mercato o finalizzato alla riduzione del capitale, nel rispetto della procedura per quest'ultima prevista dal Legislatore (dagli art. 158 e 101 c.co.);

¹³³ A. DE GREGORIO, *op. cit.*, 298 ss.; A. MARGHERI, *op. cit.*, 365 ss.

- più in generale tutti gli atti «in cui l'acquisto delle proprie azioni sia effetto di atti o di rapporti che non sono adesso rivolti ... dei quali costituisca una conseguenza che non potrebbe evitarsi senza un maggior sacrificio del patrimonio sociale»¹³⁴.

Quanto ai diritti spettanti alle azioni proprie, la dottrina maggioritaria dell'epoca aderiva alla teoria della sospensione dei diritti (poi confermata dall'evoluzione legislativa dei successivi decenni), secondo cui ai soli titolari delle azioni in circolazione spettava il diritto di voto e delle azioni proprie non si doveva tener conto per il raggiungimento delle maggioranze richieste dallo statuto o dalla legge. Si riteneva inoltre che le azioni della società possedute dalla medesima dovessero comparire in bilancio¹³⁵ solo a fronte della costituzione di un'apposita voce del patrimonio netto che segnalasse l'impiego degli utili a tale scopo¹³⁶.

L'articolo 144 vieta inoltre di accordare qualunque anticipazione sulla base delle azioni della società: tale divieto riguarda sia l'ipotesi dell'accettazione in garanzia delle azioni da parte di amministratori a garanzia di prestiti accordati agli azionisti sia l'ipotesi che la società garantisca i propri crediti con le medesime azioni. La scelta del Legislatore di vietare in modo assoluto le anticipazioni sulle azioni è stata ritenuta da qualcuno priva di fondamento¹³⁷ giacché essa determinerebbe la medesima riduzione delle garanzie verso i terzi generata dall'acquisto di azioni proprie: ma mentre per quest'ultima il Legislatore si è occupato di contenere il pericolo imponendo il rispetto di tre condizioni, nessun tipo di anticipazione verrebbe consentita sulle azioni anche se interamente liberate, previa autorizzazione assembleare e nei limiti degli utili accertati.

Il Legislatore ha previsto diverse sanzioni per la violazione del divieto dell'art. 144 c.co., sia nei confronti degli amministratori e dei sindaci che nei confronti della

¹³⁴ A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 299.

¹³⁵ Non mancano però le opinioni contrarie di chi abbia affermato l'inidoneità delle azioni proprie a costituire un elemento patrimoniale della società che le ha emesse: secondo U. DE DOMINICIS, *Le negoziazioni di quote di capitale delle società commerciali*, Utet, Torino, 1937, 163 ss., esse «non rappresentano alcuna ricchezza ... Difatti, se è vero che, collocandole sul mercato, la società può procacciarsi una certa quantità di denaro, è pur vero che tale denaro non aumenta effettivamente la ricchezza dei proprietari dell'impresa».

¹³⁶ A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 303 ss.

¹³⁷ F. MESSINEO, *L'art. 144 cod. comm. e i rapporti di azioni sociali*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1926, I, 396.

società¹³⁸. Quanto alla sorte dell'acquisto invece la dottrina si divideva tra i sostenitori della validità dell'acquisto e l'annullabilità del contratto.

Essendo l'articolo 144 c.co. la prima e l'unica norma del Codice di Commercio che disciplinava operazioni sulle azioni proprie, essa tralasciava alcune ipotesi di operazioni le cui finalità ed i cui esiti sarebbero i medesimi delle operazioni ivi espressamente vietate: nella vigenza di questo Codice non venivano infatti censurati gli acquisti di azioni effettuati da amministratori o terzi compiacenti per conto proprio mediante l'utilizzo di un credito concesso dalla società; né venivano vietate esplicitamente le ipotesi di acquisto delle azioni da parte di una società controllata da colei che le ha emesse: in particolare quest'ultima costruzione risultava particolarmente utile ai gruppi che riuscivano così ad eludere il divieto di cui art. 144 c.co.¹³⁹; solo con l'avvento del Codice Civile queste operazioni verranno disciplinate e limitate.

2.2 Il Codice Civile del 1942

L'emanazione del R. D. 16 marzo 1942, n. 262 introdusse nell'ordinamento italiano il Codice Civile, che riuniva e riformava le precedenti discipline privatistiche contenute nel Codice Civile del 1865 e del Codice di Commercio del 1882. La disciplina sulle proprie azioni contenuta negli artt. 144 (per la società anonima) e 222 c.co. (per la società cooperativa) venne trasfusa nei neonati artt. 2357, 2358, 2483 e 2522 c.c.: le prime due norme disciplinavano le società per azioni mentre le altre riguardavano rispettivamente la società a responsabilità limitata e le società cooperative.

¹³⁸ Gli artt. 247 c.co. e 863 c.p. prevedevano pene pecuniarie e non a carico di amministratori, direttori e sindaci Art. 247 c.co.: «Sono puniti con pena pecuniaria sino a lire cinquemila, salvo le maggiori pene comminate nel codice penale:... gli amministratori e i direttori che abbiano... acquistato azioni della società contrariamente alla disposizione dell'art. 144 o accordato anticipazioni sopra azioni della società...». Art. 863 c.p.: «Nel caso di fallimento di una società in accomandita per azioni od anonima, gli amministratori ed i direttori di essa sono puniti giusta la prima parte dell'art. 861 se per loro colpa è avvenuto il fallimento o non furono adempiute le disposizioni degli artt. ... 144 ».

¹³⁹ A. DE GREGORIO, *L'acquisto delle azioni di una società anonima per conto della stessa società e l'art. 144 cod. di comm.*, in *Studi di diritto commerciale in onore di C. Vivante*, vol. 2, 401, che esprime preoccupazione per le «frequenti elusioni dell'art. 144 che oggi si compiono attraverso le combinazioni delle due società».

2.2.1 L'acquisto delle proprie azioni

Il testo originale dell'art. 2357 c.c. così recitava:

«La società non può acquistare azioni proprie, se l'acquisto non è autorizzato dall'assemblea dei soci, non è fatto con somme prelevate dagli utili netti regolarmente accertati e le azioni non sono interamente liberate.

Gli amministratori non possono disporre delle azioni acquistate, e il diritto di voto inerente alle medesime è sospeso finché esse restano in proprietà della società.

Le limitazioni disposte nel primo comma di questo articolo non si applicano quando l'acquisto di azioni proprie avviene in virtù di una deliberazione dell'assemblea che dispone una riduzione del capitale sociale, da attuarsi mediante riscatto e annullamento delle azioni».

La disposizione ripropone buona parte del testo del previgente articolo 144 c.co., introducendo alcuni correttivi e perfezionamenti¹⁴⁰ e tralasciando la disciplina dell'assistenza finanziaria (cui viene dedicata la disposizione seguente); ora la norma prevede esplicitamente le due possibili finalità che giustificano l'acquisto, ossia la detenzione delle azioni nel patrimonio e il loro annullamento¹⁴¹.

Innanzitutto si può osservare come il divieto di acquisto sia rivolto ora alla società e non più ai suoi amministratori, ai quali viene invece inibito di *disporre* delle azioni acquistate.

Le finalità del divieto sono essenzialmente le medesime di quelle proposte sotto la vigenza del Codice del Commercio: si vuole impedire che la società restituisca il capitale ai soci e diminuisca la tutela per i creditori mediante l'acquisto delle azioni proprie (ponendo a d'uopo il requisito degli *utili netti regolarmente accertati*); si vuole inoltre evitare che gli amministratori utilizzino tale operazione per costituire una maggioranza assembleare a loro favorevole o per influenzare il prezzo mercato dei titoli (introducendo il requisito dell'approvazione assembleare); o infine che si verifichino

¹⁴⁰ Così I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992, 55; G. FRE', *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1972, 251 ss.; G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, 381; F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 3.

¹⁴¹ F. LIZZA, *L'acquisto di azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1983, 6.

«trasgressioni del principio di uguaglianza di trattamento degli azionisti» (si richiede perciò che le azioni siano interamente liberate)¹⁴².

Le condizioni per la validità dell'acquisto sono le stesse già proposte dal codice di commercio, salvo che viene specificato che gli utili accertati utilizzabili per l'operazione devono essere «netti»¹⁴³. Viene inoltre specificato che il divieto non si applica quando l'assemblea preordini d'acquisto di azioni proprie ad una successiva riduzione del capitale sociale mediante loro annullamento: è stato tuttavia osservato che tale disposizione dovrebbe applicarsi esclusivamente al caso di riduzione del capitale per esuberanza, di cui all'articolo 2445 co. 1 c.c., e non anche al caso di riduzione del capitale per perdite, nel qual caso verrebbe meno la tutela del capitale altrimenti garantita dall'impiego di *utili netti regolarmente accertati*¹⁴⁴.

Sono perciò da ricomprendersi nella dicitura *utili netti regolarmente accertati* tutte le riserve «che non soggiacciono a vincoli giuridici», il cui utilizzo è rimesso alla discrezione degli amministratori¹⁴⁵.

Si ritiene che l'assemblea chiamata a deliberare sull'operazione in questione sia quella costituita in sede ordinaria, giacché la fattispecie non viene compresa nell'elencazione degli oggetti riservati all'assemblea straordinaria di cui al neonato art. 2365 c.c.¹⁴⁶

Il regime delle azioni proprie in portafoglio prevede ora esplicitamente che il diritto di voto ad esse relativo sia sospeso: viene quindi confermata la previgente teoria riguardante la sospensione dei diritti di tali azioni, di cui oggi sancisce con certezza anche il divieto disposizione in capo agli amministratori, che impedisce loro di esercitare il diritto di voto spettante ad azioni proprie su cui sia stato costituito un

¹⁴² A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1962, 300; G. FRE' , *op. cit.*, 252; O. LO CIGNO, *Sub. art. 2357 c.c.*, in *Commentario al codice civile. Del lavoro. Delle società per azioni*, Torino, Utet, 1984, 75.

¹⁴³ Intendendosi con *utili netti* «il supero attivo di bilancio, cioè quella parte di patrimonio sociale che l'assemblea può distribuire agli azionisti in dividendo, senza che vi osti alcuna norma cogente»: così S. SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto delle proprie azioni e diritti degli azionisti*, in *Rivista delle società*, 1973, 1.

¹⁴⁴ G. FRE' , *op. cit.*, 261.

¹⁴⁵ F. LIZZA, *op. cit.*, 19 ss. A favore invece dell'acquisto di azioni proprie "controbilanciato" da una riduzione di capitale sociale si è espresso U. DE DOMINICIS, *Le negoziazioni di quote di capitale delle società commerciali*, Utet, Torino, 1937, 94.

¹⁴⁶ P. PITTEr, *Sub. art. 2357 c.c.*, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian - A. Trabucchi, Padova, Cedam, 1981, 954; G. FRE' , *op. cit.*, 254; F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, Giuffrè, 1988, 69.

pegno o riporto da parte di terzi compiacenti¹⁴⁷; può invece legittimamente disporre delle azioni proprie l'assemblea, tramite successive operazioni.

Degli altri diritti amministrativi e della sorte dei diritti patrimoniali delle azioni proprie il testo del 1942 non fa però menzione¹⁴⁸. E proprio la previsione della sospensione del diritto di voto aveva portato qualcuno¹⁴⁹ a sostenere la tesi opposta: in particolare è stato affermato che l'esplicita disciplina prevista per il diritto di voto, che costituisce norma eccezionale, non può essere analogicamente applicata, ai sensi dell'art. 14 delle preleggi, «a quei divieti ... che, comunque non siano espressamente contemplati», incluso il diritto di opzione¹⁵⁰. I dividendi così erogati dalla società nei confronti di sé stessa costituirebbero componenti del patrimonio netto ed alimentarebbero un apposito fondo di riserva¹⁵¹.

Il dividendo relativo ad azioni proprie secondo alcuni non pare attribuibile alla società stessa e spetterebbe perciò alla società decidere se attribuirlo alle altre azioni in circolazione ovvero disporre l'accantonamento annuale per la costituzione di un fondo di riserva¹⁵²; a sostegno della tesi contraria viene invece portata la circostanza che il Legislatore abbia previsto la sola sospensione del diritto di voto, lasciando perciò intatto il diritto della società al dividendo e il diritto di opzione relativi alle azioni legittimamente acquistate¹⁵³.

¹⁴⁷ I. MENGHI, *op. cit.*, 57 ss.; G. FRE', *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1972, 259; P. PITTEr, *op. cit.*, 954.

¹⁴⁸ G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, 382.

¹⁴⁹ F. MESSINEO, *Spettanza dei dividendi sulla propria azione, acquistata dalla società*, in *Rivista delle società*, 1966, 420; concorde anche F. LIZZA, *op. cit.*, 118 ss.

¹⁵⁰ Che spetterebbe alla società in proporzione: così F. MESSINEO, *Spettanza dei dividendi sulla propria azione, acquistata dalla società*, in *Rivista delle società*, 1966, 424.

¹⁵¹ F. MESSINEO, *Spettanza dei dividendi sulla propria azione, acquistata dalla società*, in *Rivista delle società*, 1966, 424; F. LIZZA, *op. cit.*, 121 ss.

¹⁵² G. FRE', *op. cit.*, 259 ss.; concorde anche A. ANTONUCCI, *Sui diritti inerenti alle azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 418. Critico verso questa posizione F. MESSINEO, *Spettanza dei dividendi sulla propria azione, acquistata dalla società*, in *Rivista delle società*, 1966, 423, secondo cui una tale deliberazione violerebbe il principio di eguaglianza di trattamento delle azioni di cui art. 2348 c.c.

¹⁵³ F. MESSINEO, *op. cit.*, 417 ss.

Al divieto imposto dall'art. 2357 c.c. si sottraevano secondo qualcuno¹⁵⁴:

- il caso di acquisto a titolo gratuito, che non avrebbe attentato agli equilibri sociali né influenzerebbe il corso azionario;
- e l'acquisto di azioni da parte della società per conto di un terzo, sempreché egli abbia messo a disposizione della società i mezzi finanziari per procedere all'acquisto e ne siano oggetto solo azioni interamente liberate.

E' stato infatti sostenuto che debbano essere ricomprese nel divieto anche le operazioni compiute da società in liquidazione¹⁵⁵, anche nel caso in cui siano stati integralmente soddisfatti i creditori (o siano state accantonate le somme necessarie): questo per garantire il rispetto del principio di parità di trattamento dei soci, che potrebbe venire aggirato nel caso in cui i liquidatori le acquistino le azioni in questione da alcuni soci ad un prezzo superiore all'importo che spetterebbe loro in sede di riparto se la loro quota non venisse anzitempo liquidata¹⁵⁶.

Quanto all'informativa di bilancio, è stata per la prima volta disposta con l'art. 2424 c.c. l'iscrizione nell'attivo patrimoniale delle azioni proprie, il cui valore deve essere esplicito all'interno del più ampio novero delle partecipazioni¹⁵⁷.

2.2.2 Anticipazioni sulle proprie azioni

Il testo originale dell'art. 2358 c.c. così recitava:

«La società non può fare anticipazioni sulle proprie azioni, né prestiti a terzi per acquistarle».

Questa disposizione impediva alla società, tramite il divieto di concedere anticipazioni, di introdurre nel patrimonio sociale dei diritti reali di garanzia di indubbio valore¹⁵⁸ o eludere l'obbligo di versare la quota minima del conferimento in sede di sottoscrizione, e, tramite il divieto di concedere prestiti su pegno delle proprie azioni, di eludere il

¹⁵⁴ G. FRE', *op. cit.*, 252 ss.

¹⁵⁵ Della cui ricomprensione si dubitava già nella vigenza del Codice del Commercio: così U. DE DOMINICIS, *Le negoziazioni di quote di capitale delle società commerciali*, Utet, Torino, 1937, 35.

¹⁵⁶ G. FRE', *op. cit.*, 253.

¹⁵⁷ Art. 2424 c.c. che prevede nell'Attivo alla voce A) III n. 4 «azioni proprie, con indicazione anche del valore nominale complessivo».

¹⁵⁸ «... diritti ... che in ipotesi di dissesto della società si dimostreranno privi di ogni valore»: così A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1962, 301. Concorde anche O. LO CIGNO, *op. cit.*, 77, che secondo cui la sostituzione del conferimento in denaro con un credito mutuario costituirebbe «un palese indebolimento della situazione economica della società».

divieto dell'art. 2357 c.c. Tramite la concessione di prestiti e l'accettazione in garanzia gli amministratori potrebbero effettivamente influenzare il prezzo dei titoli e influire sulla formazione delle maggioranze assembleari, allo stesso modo che con l'acquisto "incontrollato" di azioni proprie; anzi, a differenza di quest'ultimo caso, la concessione di anticipazioni e prestiti venne proibita in modo categorico, senza prevedere alcuna condizione per la sua effettuazione, in ragione del fatto che tali operazioni, a differenza dell'acquisto di proprie azioni, non possono portare alcun beneficio in capo alla società per azioni¹⁵⁹.

E' stato ritenuto che la formula «fare ...prestiti» non si riduca alla mera operazione di mutuo ma si estenda a qualsiasi accordo in cui la società «si obbliga a una prestazione preordinata all'acquisto»¹⁶⁰, «ogni operazione che implichi direttamente o indirettamente l'accaparramento di azioni da parte degli amministratori per conto della società»¹⁶¹, incluso il contratto di riporto¹⁶².

Le conseguenze della violazione dei divieti di cui artt. 2357 e 2358 c.c. risultavano oggetto di contrasti: a sostegno della annullabilità del contratto¹⁶³ è stato affermato che, dal momento che il divieto degli artt. 2357 e 2358 c.c. si tradurrebbe in un'incapacità della società di perfezionare tali operazioni, i contratti in tal modo stipulati siano annullabili; secondo altri invece sarebbero colpite da nullità tanto le deliberazioni assembleari contrastanti (ai sensi dell'art. 2379 c.c.¹⁶⁴ per illiceità dell'oggetto) quanto i relativi contratti¹⁶⁵.

¹⁵⁹ G. FRE', *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1972, 265.

¹⁶⁰ Così P. PITTER, *op. cit.*, 954.

¹⁶¹ Così F. MESSINEO, *L'art. 144 cod. comm. e i riporti di azioni sociali*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1926, I, 401. Sfavorevole ad una interpretazione estensiva della disposizione G. FRE', *op. cit.*, 266, secondo cui all'interprete non può che prendere atto della diffidenza del Legislatore contro la concessione di anticipazioni sulle proprie azioni, senza quindi «estendere l'applicabilità del divieto assoluto che ne è derivato ad altri negozi».

¹⁶² Art. 1548 c.c.: «Il riporto è il contratto per il quale il riportato trasferisce in proprietà al riportatore titoli di credito di una data specie per un determinato prezzo, e il riportatore assume l'obbligo di trasferire al riportato, alla scadenza del termine stabilito, la proprietà di altrettanti titoli della stessa specie, verso rimborso del prezzo, che può essere aumentato o diminuito nella misura convenuta».

¹⁶³ G. FRE', *op. cit.*, 256 ss.

¹⁶⁴ Art. 2379 c.c. - Deliberazioni nulle per impossibilità o illiceità dell'oggetto: «Alle deliberazioni nulle per impossibilità o illiceità dell'oggetto si applicano le disposizioni degli articoli 1421

2.3 La seconda direttiva comunitaria in materia societaria

La direttiva 77/91/ CEE¹⁶⁶ si è occupata dell'integrazione e del coordinamento delle norme degli Stati membri, al fine di renderle equivalenti, riguardanti le garanzie richieste per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi nelle società per azioni. Tale direttiva, recepita con notevole ritardo in Italia nel D.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30¹⁶⁷, si è occupata anche della disciplina delle azioni proprie acquistate o sottoscritte dalla società.

Lo schema di norme contenuto nella direttiva, ispirate dalla commistione di esperienze giuridiche di diversi Stati membri, può ben definirsi «a maglie larghe»: va infatti notato che in diversi frangenti il Legislatore comunitario lascia a quello nazionale sufficiente autonomia per graduare l'applicazione del principio generale¹⁶⁸; inoltre il tono generale della direttiva, chiarito sin dal preambolo, mira a lasciare intatta la vigente normativa nazionale qualora essa assuma un carattere maggiormente garantista di quella proposta in sede comunitaria¹⁶⁹.

Una delle innovazioni più interessanti recate dalla direttiva comunitaria è la sanzione che colpisce la violazione delle norme in essa contenute: contrariamente all'impostazione sistematica dell'ordinamento italiano che prevede generalmente la

[Legittimazione all'azione di nullità], 1422 [Imprescrittibilità dell'azione di nullità] e 1423 [Inammissibilità della convalida]».

¹⁶⁵ Così P. PITTER, *op. cit.*, 954 e A. GRAZIANI, *op. cit.*, 302. Critica questa posizione G. FRE', *op. cit.*, 267, affermando in particolare che con riguardo al caso dell'art. 2358 c.c. la nullità che colpirebbe il contratto di mutuo, nell'ipotesi che il terzo non versi la somma ottenuta a prestito, comporterebbe un vulnus nel patrimonio sociale, dal momento che la società non potrebbe rifarsi sulla garanzia, anch'essa inefficace.

¹⁶⁶ Seconda direttiva del consiglio del 13 dicembre 1976 pubblicata in G.U.C.E. n. L 26 del 31 gennaio 1977, p.1

¹⁶⁷ Ritardo che è costato all'Italia una condanna dalla Corte di giustizia con sentenza del 12 ottobre 1982, in causa n. 136/81, in *eur-lex.europa.eu*.

¹⁶⁸ Come affermato da L. BUTTARO – A. PATRONI GRIFFI, *Presentazione*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, III ss.

¹⁶⁹ Così L. BUTTARO – A. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, IX ss. Questa impostazione è stata però foriera di «risultati minimali» e ha lasciato intatte «molteplici e profonde... differenze tra legislazioni nazionali»: così B. POZZO, *L'acquisto di azioni proprie. La storia di un problema in un'analisi di diritto comparato*, Milano, 2003, 355

nullità per gli atti e negozi contrari a nome imperativo ai sensi dell'art. 1418 c.c., emerge qui una tendenza a salvaguardare le parti (nello specifico la società per azioni ed i terzi) e conservare la validità dell'atto, facendo ricadere la responsabilità patrimoniale e le altre conseguenze negative della violazione del dettato normativo su determinati soggetti (come gli amministratori e i soci fondatori)¹⁷⁰.

2.3.1 Il divieto di sottoscrizione

L'art. 18 della direttiva 77/91/CEE enuncia il divieto assoluto di sottoscrizione di azioni proprie¹⁷¹, tanto in sede di costituzione quanto di aumento di capitale, effettuata sia dalla società sia da un terzo in nome proprio ma per conto della società.

La vera portata innovativa di questa norma non consiste in verità nell'imposizione di un divieto prima sconosciuto all'ordinamento italiano, quanto più nelle conseguenze che la norma riconduce alla violazione del divieto in esame¹⁷² ossia:

- l'acquisto in via definitiva delle azioni in capo al terzo che le abbia acquistate per conto della società
- e l'obbligo per i sottoscrittori dell'atto costitutivo o dallo statuto, i promotori, i soci fondatori (in caso di costituzione) e gli amministratori (in caso di aumento di capitale) di liberare tali azioni.

L'assolutezza di questo divieto non sembra a parere di qualcuno¹⁷³ facilmente conciliabile con la relatività del divieto di acquisto di azioni proprie disciplinato dagli articoli seguenti. E' stato infatti osservato come il divieto di sottoscrizione non possa trovare giustificazione in considerazioni di ordine sistematico, giacché la pericolosità ed i rischi «a carico della reale consistenza patrimoniale della società, nonché della regolare funzionamento della stessa» insiti nell'operazione di sottoscrizione di azioni proprie

¹⁷⁰ Così L. BUTTARO – A. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, X ss.

¹⁷¹ Art. 18: «1. La società non può sottoscrivere azioni proprie.

2. È considerato sottoscrittore per conto proprio chiunque abbia sottoscritto in nome proprio, ma per conto della società, azioni di questa ultima.

3. Le persone o società di cui all'articolo 3, lettera i) o, in caso di aumento del capitale sottoscritto, i membri dell'organo di amministrazione o di direzione sono tenuti a liberare le azioni sottoscritte in violazione del presente articolo.

La legislazione di uno Stato membro può tuttavia prevedere che ogni interessato potrà liberarsi da tale obbligo dimostrando che non gli si può imputare personalmente alcuna colpa».

¹⁷² L. GIORGIO, *Sottoscrizioni di azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 247 ss.

¹⁷³ L. GIORGIO, *op. cit.*, 256 ss.

sarebbero parimenti ravvisabili in quella di acquisto: avendo il Legislatore comunitario attenuato il divieto di acquisto con l'apposizione di alcune condizioni, ragioni di ordine sistematico suggerirebbero di consentire, in presenza dei medesimi requisiti, l'operazione di sottoscrizione¹⁷⁴. La sola motivazione della tutela dell'integrità del capitale a favore dei terzi non è quindi sufficiente a spiegare la disparità di trattamento, che va invece ricercata partendo dal concetto di «integrale liberazione»¹⁷⁵.

Dunque il *divieto di sottoscrizione* (assoluto) non dovrebbe essere letto in contrapposizione al *divieto di acquisto* (relativo), ma in armonia con il *divieto di acquisto di azioni non interamente liberate*¹⁷⁶ e l'occasione della costituzione (o dell'aumento di capitale) dovrebbero essere viste come occasioni per la società di raccogliere nuove risorse dall'esterno da immettere nel circuito aziendale (come confermato nell'ordinamento italiano anche dall'art. 2438 c.c. che vieta alla società di dar luogo ad aumenti di capitale quando non siano state liberate le azioni già in circolazione)¹⁷⁷.

Se quindi il Legislatore comunitario permettesse ad una società, in sede di aumento di capitale, di sottoscrivere le azioni eventualmente inoptate accantonando utili e riserve disponibili, non metterebbe in pericolo le garanzie dei creditori (che anzi assistono con piacere al passaggio a capitale di risorse che potevano essere destinate a dividendi) ma snaturerebbe la funzione dell'istituto dell'aumento di capitale¹⁷⁸.

Un'ulteriore ragione a sostegno del divieto di sottoscrizione è la tutela dei soci di minoranza, che potrebbero subire un pregiudizio patrimoniale e "amministrativo" dalla successiva alienazione delle azioni a condizioni sfavorevoli¹⁷⁹.

Qualora il divieto di sottoscrizione sia stato violato dalla società per mezzo di un'interposta persona, che abbia agito in proprio nome ma per conto di essa, la direttiva prescrive una sanzione che, pur evitando di comminare l'invalidità, «preferisce privare l'operazione della sua potenzialità dannosa, modificandola in maniera che non sia più

¹⁷⁴ L. GIORGIO, *op. cit.*, 257.

¹⁷⁵ Questo, nonostante nella direttiva 77/91/CEE non si rinvenga alcun riferimento alla parità di trattamento, come osservato da E. SABATELLI, *Alcuni profili della disciplina dell'acquisto di azioni proprie: le condizioni di legittimità dell'acquisizione*, in *Problemi in tema di formazione del capitale e operazioni sulle azioni proprie*, a cura di A. Patroni Griffi - L. Buttarò, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 1993, 92.

¹⁷⁶ Il requisito dell'integrale liberazione è previsto infatti dall'art. 19, paragrafo 1, lettera d): «L'operazione può riguardare soltanto azioni interamente liberate».

¹⁷⁷ L. GIORGIO, *op. cit.*, 259 ss.

¹⁷⁸ L. GIORGIO, *op. cit.*, 260.

¹⁷⁹ L. GIORGIO, *op. cit.*, 261.

idonea a ledere gli interessi protetto dall'articolo in esame»¹⁸⁰, allo stesso tempo mantenendo la validità del conferimento (ancorché promesso) a favore della società: tali azioni entrano a tutti gli effetti nella sfera giudica del c.d. "sottoscrittore materiale" e perde di validità il rapporto sottostante tra società e sottoscrittore.

Il paragrafo 3 si occupa invece di disciplinare la liberazione delle azioni, sia nel caso esse siano sottoscritte in nome e per conto della società, sia per mezzo di un terzo che agisca per conto della società: questo obbligo grava nei confronti di soci fondatori, promotori e amministratori, ritenuti responsabili della violazione del divieto di sottoscrizione. Quanto all'attribuzione della titolarità delle azioni sottoscritte in nome e per conto della società, essa potrebbe venire attribuita tanto agli obbligati al conferimento quanto alla società stessa in quanto azioni acquistate a titolo gratuito, pur nei limiti di cui al successivo art. 20 paragrafo 2¹⁸¹.

2.3.2 Il divieto di acquisto di azioni proprie

L'operazione di acquisto di azioni proprie non viene categoricamente vietata né liberalizzata nel testo della direttiva, e le stesse condizioni alle quali il Legislatore suggerisce di sottoporre l'acquisto sono in realtà derogabili: in prima battuta l'art. 19¹⁸²

¹⁸⁰ L. GIORGIO, *op. cit.*, 265.

¹⁸¹ L. GIORGIO, *op. cit.*, 269 ss.

¹⁸² Art. 19: «1. Qualora la legislazione di uno Stato membro permetta ad una società di acquisire azioni proprie, o direttamente o tramite una persona che agisce a nome proprio ma per conto di tale società, essa sottopone tale acquisizione almeno alle condizioni seguenti:

a) l'autorizzazione di acquisizione è accordata dall'assemblea che ne fissa le modalità, in particolare il numero massimo di azioni da acquisire, la durata per cui è accordata l'autorizzazione e che non può superare i 18 mesi ed in caso di acquisizione a titolo oneroso il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo. I membri dell'organo di amministrazione o di direzione sono tenuti a vigilare a che, al momento di ogni acquisizione autorizzata, siano rispettate le condizioni di cui alle lettere b), c), d);

b) il valore nominale o, in mancanza di valore nominale, il valore contabile delle azioni acquisite, ivi comprese le azioni in precedenza acquisite dalla società e detenute nel suo portafoglio, nonché le azioni acquisite da una persona che agisce a nome proprio ma per conto della società, non può superare il 10% del capitale sottoscritto;

c) le acquisizioni non possono avere l'effetto che l'attivo netto scenda al di sotto dell'importo di cui all'articolo 15, paragrafo 1, lettera a);

d) l'operazione può riguardare soltanto azioni interamente liberate.

2. La legislazione di uno Stato membro può derogare al paragrafo 1, lettera a), prima frase, quando le acquisizioni di azioni proprie sono necessarie per evitare alla società un danno grave e imminente. In tal caso, l'assemblea immediatamente successiva deve essere informata

paragrafo 1 rimette ai singoli Stati membri la decisione riguardante il divieto o la concessione di operare sulle proprie azioni; enuncia poi una serie di condizioni alle quali sottoporre l'eventuale acquisto di azioni proprie (la presenza di delibera assembleare, l'integrale liberazione, ecc...) salvo poi attenuarne la portata con i paragrafi 2 e 3 che permettono allo Stato membro di consentire l'acquisto in assenza dei requisiti suddetti in presenza di «un danno grave e imminente» per la società o con il fine di attribuire tali azioni al personale¹⁸³.

Prima di esaminare i requisiti di cui sopra, giova osservare che la direttiva equipara a tutti gli effetti l'acquisto fatto dalla società in prima persona e quello eseguito da un terzo per conto di essa (dal momento che in entrambi i casi l'acquisto dovrà presentare i requisiti di cui all'art. 19 paragrafo 1); questa esplicita previsione rivela una duplice consapevolezza da parte del Legislatore comunitario¹⁸⁴: sia dell'importanza della riservatezza in questo tipo di operazioni, il cui fallimento potrebbe derivare dalla rivelazione al mercato delle strategie (pur lecite) perseguite dalla società sui propri titoli; sia della pericolosità di questi acquisti che, se non espressamente disciplinati, potrebbero aggirare i limiti posti all'acquisto *diretto* delle azioni.

La previsione dell'acquisto mediante interposizione contenuta nella direttiva poteva a prima vista, a parere di qualcuno¹⁸⁵, apparire scarsamente innovativa rispetto al testo allora in vigore dell'art. 2357 c.c.: il fatto che la disciplina del Codice Civile non avesse espressamente vietato l'interposizione nell'acquisto di azioni proprie poteva infatti portare a ritenere che l'interposizione in questo tipo di operazione fosse ammissibile.

dall'organo di amministrazione o di direzione dei motivi e dello scopo delle acquisizioni effettuate, del il numero e del valore nominale o, in mancanza di valore nominale, del valore contabile delle azioni acquisite, della frazione del capitale sottoscritto che esse rappresentano nonché del corrispettivo di tali azioni.

3. Gli Stati membri possono non applicare il paragrafo 1, lettera a), prima frase, alle azioni acquisite dalla società stessa ovvero da una persona che agisce a nome proprio, ma per conto di tale società, allo scopo di essere distribuite al suo personale o al personale di una società collegata a quest'ultima. La distribuzione di queste reazioni deve essere effettuata entro dodici mesi a decorrere dall'acquisizione di azioni».

¹⁸³ Previsione che è però rimasta lettera morta: N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012, 11.

¹⁸⁴ Così E. SABATELLI, *Acquisto di azioni proprie da parte della società emittente*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984,, 295 ss.

¹⁸⁵ E. SABATELLI, *op. ult. cit.*, 301.

Tuttavia qualche autore¹⁸⁶ ravvisava in capo a ciascun socio un diritto di informazione che gli consentirebbe in ogni momento di conoscere l'identità e la frazione di capitale sottoscritta dagli altri membri della compagine societaria: tale diritto sarebbe stato perciò contraddetto dalla possibilità della società di frapporre a tali acquisti un terzo.

La prima condizione da rispettare per l'acquisto di azioni proprie è la presenza di un'autorizzazione dell'assemblea dei soci (di cui la direttiva si preoccupa di specificare il cui contenuto minimo), che sembra essere necessaria tanto per i casi di acquisto a titolo oneroso che gratuito¹⁸⁷: con essa l'assemblea si sincera sia delle conseguenze dell'operazione sugli equilibri sociali (attraverso la determinazione della quantità di azioni) che determina una variazione dei diritti delle restanti azioni in circolazione, sia della convenienza economica dell'operazione (attraverso la determinazione del prezzo massimo)¹⁸⁸.

La seconda condizione posta dalla direttiva è che il valore massimo delle azioni non superi un decimo del capitale sociale sottoscritto, tenendosi a tal fine conto sia delle azioni proprie detenute ed acquistate in precedenti occasioni sia di quelle acquistate dal terzo che agisca per conto della società; si ritiene inoltre che vadano computate anche le azioni detenute a titolo di usufrutto¹⁸⁹, mentre risulterebbero escluse le azioni acquisite al fine di dare esecuzione ad una delibera assembleare di riduzione del capitale (come previsto dal successivo art. 20). Tale requisito fino ad ora sconosciuto all'ordinamento italiano del Codice Civile sembra ispirato dallo scopo di limitare l'influenza dell'operazione sul mercato delle azioni della società, più che dalla tutela dell'integrità del capitale sociale o dalla tutela contro abusi degli amministratori¹⁹⁰, per quanto il

¹⁸⁶ Così G. COTTINO, *Diritto commerciale*, Padova, Cedam, 1976, 684 che afferma: «I due protagonisti del controllo interno sono adunque, nelle società per azioni non quotate in borsa, i soci ed il collegio sindacale»; concorde E. SABATELLI, *op. ult. cit.*, 302.

¹⁸⁷ E. SABATELLI, *Acquisto di azioni proprie da parte della società emittente*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 278.

¹⁸⁸ E. SABATELLI, *op. ult. cit.*, 279.

¹⁸⁹ E. SABATELLI, *op. ult. cit.*, 284.

¹⁹⁰ B. POZZO, *L'acquisto di azioni proprie. La storia di un problema in un'analisi di diritto comparato*, Milano, 2003, 212; E. SABATELLI, *op. ult. cit.*, 284 ss.

limite del 10% non costituisca una quota del tutto irrilevante, soprattutto per le grandi società¹⁹¹.

La condizione introdotta dall'art. 19 paragrafo 1 lett. c) non introduce elementi innovativi rispetto alla previsione dell'art. 2357 c.c. vigente al momento in Italia¹⁹²: essa richiede che l'effetto dell'operazione di acquisto di azioni proprie non sia quello di ridurre l'attivo netto al di sotto del capitale sottoscritto e delle riserve non distribuibili per legge o per statuto; la disposizione tende quindi a limitare la scelta delle fonti di finanziamento con cui sostenere l'acquisto e trova riscontro nella previsione normativa del Codice Civile del 1942 (che dispone il ricorso ad «utili netti regolarmente accertati») che a sua volta prese le mosse dalla previsione contenuta dell'art. 144 c.co.¹⁹³.

Come già l'espressione «utili (netti) regolarmente accertati»¹⁹⁴, anche la formulazione letterale della direttiva è stata oggetto di attenta analisi. Una prima interpretazione esclude che dall'operazione possa derivare un pericolo di riduzione dell'attivo netto, dal momento che a seguito dell'acquisto verrebbe accolta nell'attivo la voce azioni proprie in portafoglio con il relativo valore tra le partecipazioni¹⁹⁵; secondo una diversa lettura invece la norma vorrebbe evitare che a seguito dell'acquisto residuino poste patrimoniali attive (diverse dalla voce *Azioni proprie in portafoglio*) di valore inferiore all'ammontare di capitale e riserve indisponibili¹⁹⁶: pertanto in mancanza di questa

¹⁹¹ Come affermato da E. SABATELLI, *op. ult. cit.*, 286, che a proposito del rischio che la società alteri deliberatamente il corso azionario afferma: «Solo il divieto assoluto di acquisire azioni proprie o l'obbligo di annullare i titoli acquistati potrebbe eliminarlo totalmente. L'imposizione di un limite alla quantità di azioni proprie che una società può detenere in portafoglio... alle più, può avere l'effetto di arginare disfunzioni macroscopiche, ma non potrebbe in nessun caso garantire che... l'operazione sia assolutamente corretta».

¹⁹² E. SABATELLI, *op. ult. cit.*, 288.

¹⁹³ Per la cui analisi si rimanda al paragrafo 2.1.

¹⁹⁴ Per la cui esegesi si rimanda a S. FORTUNATO, *Acquisto di azioni proprie: finanziamento e contabilizzazione*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 310 ss.; S. SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto delle proprie azioni, utile e utile dell'esercizio*, in *Rivista delle Società*, 1970, 617 ss.

¹⁹⁵ ASSONIME, *Circolare n. 85/1977*, in *Rivista delle società*, 1977, 733: «Salvo il caso in cui la legislazione nazionale vieti di conteggiare nell'attivo le azioni acquistate e il caso in cui le azioni della società si svalutino per effetto dell'acquisto, questo non comporta, di per sé, riduzione del patrimonio netto, perché in luogo della somma sborsata come prezzo delle azioni subentra il valore delle azioni acquistate».

¹⁹⁶ S. FORTUNATO, *Acquisto di azioni proprie: finanziamento e contabilizzazione*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 325.

esplicita previsione l'operazione di acquisto verrebbe sostanzialmente a realizzare una restituzione dei conferimenti (senza il rispetto delle procedure previste dalla legge) e violerebbe il vincolo di indisponibilità delle riserve¹⁹⁷.

L'ultimo requisito richiesto dall'art. 19 paragrafo 1 lett. d) concerne l'integrale preventiva liberazione delle azioni fatte oggetto di acquisto: l'acquisto che violasse questa disposizione rischierebbe secondo alcuni di «ridurre il patrimonio sociale al di sotto del valore del capitale e delle riserve indisponibili, anche se le azioni siano state acquistate con utili»¹⁹⁸; secondo altri¹⁹⁹ la norma sarebbe formulata per garantire la parità di trattamento degli azionisti ed evitare che tramite l'acquisto di azioni non liberate la società assolvere uno specifico azionista dall'obbligo di ultimare il conferimento promesso; secondo altri ancora la disposizione sarebbe tesa a preservare l'interesse sociale, «evitando che interessi esterni prevalgano su quello della società»²⁰⁰.

Dal momento che, fuori dai casi di cui ai paragrafi 2 e 3, la previsione delle suddette condizioni sembra assumere il carattere di tassatività, la mancanza di uno solo di questi elementi farebbe scattare a carico della società l'obbligo sanzionatorio di cui al successivo art. 23; dubbia resta invece la posizione degli amministratori, che la norma chiama a vigilare sulla sussistenza dei requisiti senza però esplicitare alcuna sanzione a loro carico²⁰¹.

Le disposizioni dell'art. 19 sono applicabili non solo agli acquisti a titolo oneroso di azioni proprie ma anche a molte altre fattispecie, illustrate dall'art. 20²⁰² paragrafo 1.

¹⁹⁷ S. FORTUNATO, *op. cit.*, 325 ss.

¹⁹⁸ F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, Giuffrè, 1988, 75, secondo cui l'integrale liberazione sarebbe coerente con il divieto di sottoscrizione, tutelandosi in entrambi i casi l'interesse di soci e terzi all'effettività del conferimento; B. POZZO, *op. cit.*, 215; E. SABATELLI, *Acquisto di azioni proprie da parte della società emittente*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 288.

¹⁹⁹ A. DE GREGORIO, *L'acquisto delle azioni di una società anonima per conto della stessa società e l'art. 144 cod. di commercio*, in *Studi di Diritto Commerciale in Onore di Cesare Vivante*, I, Roma, 1931, 387.

²⁰⁰ E. SABATELLI, *op. ult. cit.*, 292.

²⁰¹ E. SABATELLI, *op. ult. cit.*, 279.

²⁰² Art. 20: «1. Gli Stati membri possono applicare l'articolo 19:

- a) alle azioni acquisite in esecuzione di una decisione di riduzione del capitale o nei casi di cui all'articolo 39;
- b) alle azioni acquisite in seguito a trasmissione a titolo universale di patrimonio;
- c) alle azioni interamente liberate acquisite a titolo gratuito o acquisite da banche e da altri istituti finanziari a titolo di commissione d'acquisto;

2.3.3 Il regime delle azioni proprie

Il regime dettato per le azioni proprie detenute in portafoglio è disciplinato dall'articolo 22²⁰³ e costituisce ancora una volta una soglia di tutela minima che il

d) alle azioni acquisite in virtù di un obbligo legale risultante da una decisione giudiziaria a tutela delle minoranze di azionisti, in particolare in caso di fusione, di cambiamento dell'oggetto o del tipo della società, di trasferimento della sede sociale all'estero o di introduzione di limitazioni per il trasferimento delle azioni;

e) alle azioni acquisite da un azionista a causa dell'omessa liberazione delle stesse;

f) alle azioni acquisite per indennizzare azionisti minoritari di società collegate;

g) alle azioni interamente liberate acquisite in occasione d'una vendita forzata eseguita per soddisfare un credito della società nei confronti del proprietario di tali azioni;

h) alle azioni interamente liberate emesse da una società d'investimento a capitale fisso ai sensi dell'articolo 15, paragrafo 4, secondo comma ed acquisite da questa o da una società ad essa collegata, su richiesta di coloro che effettuano gli investimenti. L'articolo 15, paragrafo 4, terzo comma, lettera a) è applicabile. Tali acquisizioni non possono avere l'effetto che l'attivo netto scenda al di sotto dell'importo del capitale sottoscritto aumentato delle riserve che la legge non consente di distribuire.

2. Tuttavia le azioni acquisite nei casi indicati dal paragrafo 1, lettere da b) a g) devono essere trasferite entro un termine massimo di tre anni dalla loro acquisizione, salvo che il valore nominale o, in mancanza di questo, il valore contabile delle azioni acquisite, comprese le azioni che la società può aver acquisito attraverso una persona che agisce in suo nome, ma per conto della società, non superi il 10% del capitale sottoscritto.

3. In mancanza di trasferimento entro il termine fissato al paragrafo 2, le azioni devono essere annullate. La legislazione di uno Stato membro può subordinare tale annullamento ad una riduzione del capitale sottoscritto di un importo corrispondente. Tale riduzione deve essere obbligatoria qualora l'acquisizione di azioni da annullare abbia come effetto che l'attivo netto diventi inferiore all'importo di cui all'articolo 15, paragrafo 1, lettera a)».

²⁰³ Art. 22: «1. Qualora la registrazione di uno Stato membro permetta ad una società di acquisire azioni proprie o direttamente o tramite una persona che agisce a nome proprio, ma per conto di tale società, essa sottopone in ogni momento la detenzione di tali azioni, almeno alle condizioni seguenti:

a) fra i diritti di cui sono fornite le azioni, è in ogni caso sospeso il diritto di voto delle azioni proprie;

b) se tali azioni sono contabilizzate nell'attivo del bilancio, una riserva indisponibile dello stesso importo è iscritta al passivo.

2. Qualora la legislazione di uno Stato membro permetta ad una società di acquisire azioni proprie o direttamente o tramite una persona che agisce a nome proprio, ma per conto di tali società, essa esige che il rapporto di gestione precisi almeno:

a) i motivi delle acquisizioni fatte durante l'esercizio;

b) il numero e il valore nominale o, in mancanza di valore nominale, il valore contabile delle azioni acquisite e trasferite durante l'esercizio, nonché la quota di capitale sottoscritto corrispondente a tali azioni;

c) in caso di acquisizione o di trasferimento a titolo oneroso il corrispettivo delle azioni;

Legislatore si preoccupa di dettare pur nella consapevolezza della maggior severità di alcuni ordinamenti statali; esso si applica a tutte le azioni detenute in portafoglio, sia che siano state acquistate a titolo oneroso sia che siano detenute a seguito di altre vicende (acquisti a titolo gratuito, fusione, ecc...) ²⁰⁴.

Una delle condizioni poste dalla direttiva e maggiormente condivisa ²⁰⁵ dalla legislazione dei singoli Stati è la sospensione del diritto di voto relativo alle azioni proprie, applicabile anche ai casi di acquisto indiretto, teso ad evitare che gli amministratori, agendo in quanto espressione del gruppo di controllo oppure in proprio, acquistino un indebito potere a spese degli altri soci (che hanno per l'acquisto rinunciato alla distribuzione di una parte degli utili) ²⁰⁶. Come nella normativa del Codice Civile, che all'art. 2357 disciplina unicamente la fattispecie del voto ²⁰⁷, c'è da chiedersi se anche nella direttiva questa previsione espressa della sospensione del voto sia un indizio a sostegno della teoria della sospensione degli altri diritti o indichi invece il contrario; tuttavia alla luce dello spirito e del tono dell'intera direttiva pare ragionevole concludere che il Legislatore comunitario lasci agli Stati membri la disciplina degli altri diritti spettanti alle azioni proprie, alle quali peraltro non pare doversi attribuire un generale diritto di essere parificate alle altre azioni in circolazione ²⁰⁸.

La previsione della sospensione del diritto di voto apre però un dibattito riguardante l'effetto di questa sospensione sui *quorum* assembleari: a sostegno dell'irrilevanza di queste si è espressa fino a questo momento larga parte della dottrina ²⁰⁹. Non mancano

d) il numero e il valore nominale, o in mancanza di valore nominale, il valore contabile di tutte le azioni acquisite e detenute in portafoglio, nonché la quota di capitale sottoscritto corrispondente a tali azioni».

²⁰⁴ A. ANTONUCCI, *op. ult. cit.*, 405.

²⁰⁵ A. ANTONUCCI, *op. ult. cit.*, 408 ss.

²⁰⁶ B. POZZO, *op. cit.*, 244; A. ANTONUCCI, *op. ult. cit.*, 411.

²⁰⁷ Si veda il dibattito citato *supra* al paragrafo 2.2.

²⁰⁸ Così A. ANTONUCCI, *Sui diritti inerenti alle azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 422 ss., secondo cui la particolare coincidenza della figura del socio e della società spoglierebbe le azioni proprie della loro attitudine a rappresentare la partecipazione sociale, alla quale viene normalmente collegata l'esistenza degli usuali diritti patrimoniali ed amministrativi.

²⁰⁹ F. FERRARA jr., *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 1952, 281; G. FRE', *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna - Roma, 1982, 234; A. DE GREGORIO, *L'acquisto delle azioni di una società anonima per conto della stessa società e l'art. 144 cod. di commercio*, in *Studi di diritto commerciale in onore di Cesare Vivante*, I,

però le opinioni contrarie, che sostengono anzi che l'operazione di acquisto di azioni proprie possa essere precisamente finalizzata all'«abbassamento dei *quorum*»²¹⁰.

Durante il periodo di detenzione il Legislatore comunitario lascia agli Stati membri la decisione sull'opportunità di iscrivere le azioni proprie in bilancio e si limita a disporre che in caso affermativo la posta attiva *Azioni proprie in portafoglio* sia bilanciata da un'apposita riserva al passivo (art. 22 paragrafo 1 lett. b)). L'ordinamento italiano già prevedeva al momento dell'emanazione della seconda direttiva l'iscrizione delle azioni proprie all'attivo (art. 2424 c.c.) e qualche autore aveva già teorizzato la necessità di costituire una riserva indisponibile di pari importo al passivo²¹¹; ora la direttiva impone questo comportamento, con la finalità di impedire una restituzione dei conferimenti²¹² e di impedire che dall'iscrizione in attivo delle azioni proprie derivi un aumento fittizio di patrimonio.

Oltre all'informativa di bilancio, che come abbiamo visto può essere del tutto assente, la direttiva impone all'art. 22 paragrafo 2 alla società la redazione di un'ulteriore prospetto, il *rapporto di gestione*, da redarsi a cura degli amministratori, che deve contenere in modo dettagliato e consuntivo tutte le informazioni utili per ricostruire le vicende riguardanti le azioni proprie, acquistate direttamente o indirettamente dalla società²¹³: i dati relativi alle acquisizioni avvenute durante l'esercizio (le motivazioni, il numero, il valore nominale e la quota di capitale rappresentata dalle azioni acquistate), alle cessioni avvenute durante l'esercizio (corrispettivo di trasferimento, se avvenute a titolo oneroso) e alle azioni detenute complessivamente in portafoglio al momento della

Roma, 1931, 393; A. ANTONUCCI, *Sui diritti inerenti alle azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 420.

²¹⁰ E. SABATELLI, *Acquisto di azioni proprie da parte della società emittente*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 279.

²¹¹ Così A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 303 ss.

²¹² S. FORTUNATO, *Acquisto di azioni proprie: finanziamento e contabilizzazione*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 339, secondo cui la posta da apporre al passivo ha natura di mera «posta correttiva...in corrispondenza delle azioni proprie scritte in attivo».

²¹³ Così S. FORTUNATO, *op. cit.*, 347, alla luce della previsione contenuta all'art. 19 paragrafo 1 lett. b) che impone di computare anche le azioni acquisite da un terzo per conto della società ai fini del limite del 10% del capitale.

redazione della relazione (le motivazioni, il numero, il valore nominale e la quota di capitale rappresentata dalle azioni in portafoglio)²¹⁴.

Alla sanzione che la seconda direttiva ricollega all'acquisto effettuato in violazione delle disposizioni appena viste, di cui art. 21²¹⁵ e art. 20, va certamente attribuita portata innovativa rispetto all'ordinamento italiano previgente: mentre la dottrina italiana si divideva sostenendo che l'acquisto illegittimo dovesse essere colpito da nullità o annullabilità²¹⁶, la direttiva introduce l'obbligo di compiere un atto opposto a quello che ha determinato la violazione, in modo da annullarne l'effetto della prima operazione senza pregiudicarne l'intima validità.

La medesima sanzione si applica però a due diverse fattispecie di violazione: l'art. 21 disciplina infatti la sorte degli acquisti *illegittimi* in senso proprio, che hanno violato le condizioni previste dall'art. 19 (quando siano state violate le condizioni di cui al paragrafo 1, lett. da *a) a d)* senza che si possano applicare le norme eccezionali dei paragrafi 2 e 3) o che sono state acquistate con operazioni diverse da quelle previste dall'art. 20; e anche la sorte degli acquisti "legittimi" il cui effetto è quello di portare le azioni proprie detenute in portafoglio oltre il limite consentito del 10% del capitale sottoscritto²¹⁷. Per queste due diverse circostanze quindi la sanzione è la medesima, ma cambia il termine entro il quale l'acquisto deve essere perfezionato, pena l'obbligo di annullamento: per gli acquisti illegittimi il termine è un anno, mentre per quelli legittimi ma contrari al limite del 10% il limite è portato a tre anni.

Rispetto alle sanzioni di inefficacia dell'atto, la soluzione adottata dal Legislatore comunitario riesce meglio a conciliare le istanze di tutela del patrimonio della società (poiché l'obbligo di annullamento non è immediato e la riduzione del capitale «va

²¹⁴ S. FORTUNATO, *op. cit.*, 344.

²¹⁵ Art. 21: «Le azioni acquistate in violazione degli articoli 19 e 20 debbono essere trasferite entro un anno a decorrere dalla loro acquisizione. Se esse non sono state trasferite entro tale termine si applica l'articolo 20, paragrafo 3».

²¹⁶ A favore della nullità ricordiamo le opinioni di P. PITTEr, *op. cit.*, 954 e A. GRAZIANI, *op. cit.*, 302; a favore dell'annullabilità si era invece espresso G. FRE', *op. cit.*, 267.

²¹⁷ Va però ricordato che è esente da sanzione alcuna l'acquisto effettuato ai sensi dell'art. 20 paragrafo 1 lett. a), preordinato ad una successiva riduzione del capitale, il quale può legittimamente derogare al limite del 10% finché non si sia provveduto all'annullamento.

considerata come rimedio tendenzialmente residuale»²¹⁸) e la sicurezza della circolazione dei titoli (senza comportare disagi per l'ex socio alienante e per i successivi acquirenti²¹⁹). Quanto alle forme di alienazione consentite la direttiva non impone alcuna condizione, anche se alla luce della *ratio legis* che pare ispirare tale dettato normativo sembra da escludersi il trasferimento a titolo gratuito²²⁰.

2.3.4 L'assistenza finanziaria nella seconda direttiva

Gli articoli 23 e 24 della direttiva disciplinano rispettivamente il caso in cui una società conceda ai soci o terzi anticipazioni, prestiti o garanzie con la finalità di agevolarli nell'acquisto di azioni della società medesima e il caso in cui essa accetti in garanzia le azioni di un socio.

L'art. 23²²¹ corrisponde idealmente alla prescrizione dell'art. 2358 c.c. ma le due norme non sono completamente sovrapponibili²²²: l'art. 2358 cita infatti solo "anticipazioni" e "prestiti a terzi", nonostante parte della dottrina²²³ si sia espressa in favore di una

²¹⁸ A. ANTONUCCI, *Acquisto di azioni proprie: dall'invalidità del contratto all'obbligo di alienazione*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 395.

²¹⁹ Che a seguito della declaratoria di nullità potrebbero «incorrere se non nel rischio, nel fastidio di essere chiamati a dar conto della propria buona fede»: così A. ANTONUCCI, *op. ult. cit.*, 391.

²²⁰ Secondo A. ANTONUCCI, *op. ult. cit.*, 398 l'obbligo di alienazione avrebbe come scopo ultimo la tutela del patrimonio sociale che, se "eccessivamente rappresentato" da azioni proprie, subirebbe un impoverimento che si paleserebbe in caso di dissesto della società: ecco che l'obbligo di alienazione riesce ad evitare questo effetto imponendo alla società di tramutare l'investimento illegittimo in azioni proprie «in beni diversi, realizzando così il valore di mercato che le azioni proprie conservano anche durante la fase di detenzione».

²²¹ Art. 23: «1. Una società non può anticipare fondi, né accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisizione delle sue azioni da parte di un terzo.

2. Il paragrafo 1 non si applica agli atti negoziali effettuati nell'ambito delle operazioni correnti delle banche e di altri istituti finanziari, né alle operazioni effettuate per l'acquisizione di azioni da parte del o per il personale della società o di una società collegata a quest'ultima. Questi atti negoziali e queste operazioni non possono tuttavia avere l'effetto che l'attivo netto della società scenda al di sotto dell'importo di cui all'articolo 15, paragrafo 1, lettera a).

3. Il paragrafo uno non si applica alle operazioni effettuate per l'acquisizione di azioni di cui all'articolo 20, paragrafo 1, lettera h)».

²²² S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 427.

²²³ Si veda P. PITTEK, *Sub. art. 2358*, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian – A. Trabucchi, Padova, Cedam, 1981,954; F. MESSINEO, *L'art. 144 cod. comm. e i riporti di azioni*

lettura estensiva della norma, ricomprendendo anche i casi di riporto e ogni genere di apertura di credito che implichi la costituzione del pegno.

La norma in esame prevede due ipotesi eccezionali in cui la società possa derogare alla regola: a favore di banche ed istituti finanziari²²⁴ o in caso di distribuzione ai lavoratori dipendenti²²⁵ della stessa società o di società ad essa collegate; anche in questi casi però la concessione di prestiti, garanzie e anticipazioni deve effettuarsi nei limiti degli utili e delle riserve distribuibili, in modo che l'attivo netto non scenda al di sotto del capitale sottoscritto e riserve indisponibili.

L'art. 24²²⁶ si occupa invece di disciplinare il caso in cui una società (o un terzo, in nome proprio ma per conto di una società) accetti le proprie azioni in garanzia: la direttiva equipara questo fenomeno all'acquisto di proprie azioni e lo fa soggiacere ai limiti e le condizioni dettate dagli artt. 19 e 20; questa tecnica normativa conferma i timori del Legislatore comunitario, che vuole evitare che tramite la garanzia vengano pregiudicate le posizioni dei soci e l'attitudine del capitale sociale a rappresentarne la partecipazione²²⁷: potrebbe infatti presentarsi il caso, non poi tanto *casuale*, in cui il debitore pignoratizio non adempia alla sua prestazione e si determini così

sociali, in *Rivista di diritto commerciale*, 1926, I, 401; S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro - A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 440. *Contra* G. FRE', *op. cit.*, 266.

²²⁴ Eccezione che non verrà però adottata dal Legislatore italiano; la scelta di non trasporre nel successivo D.P.R. 30/1986 il trattamento di favore delle banche è stata accolta favorevolmente dalla dottrina, la quale ha affermato: «Non solo non vi sono motivi perché la legge regoli le operazioni sulle proprie azioni per le banche più liberalmente che per le altre società, ma anzi ve ne sarebbero per l'opposto»: così F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, Giuffrè, 1988, 192.

²²⁵ Sembra questa infatti essere la qualificazione più adatta per il generico termine «personale» adottato nella direttiva, sulla scorta del termine inglese *employees* e del termine tedesco *Arbeitnehmer*, che richiamano un rapporto di dipendenza con il datore di lavoro. Così S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro - A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 449 ss.

²²⁶ Art. 24: «1. L'accettazione in garanzia da parte della società delle proprie azioni, direttamente o tramite una persona che agisce in nome proprio ma per conto di tale società, è equiparata alle acquisizioni di cui all'articolo 19, all'articolo 20, paragrafo 1 e agli articoli 22 e 23.

2. Gli Stati membri possono non applicare il paragrafo 1 alle operazioni correnti di banche e di altri istituti finanziari».

²²⁷ S. FORTUNATO, *Accettazione in garanzia di azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro - A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 465.

l'assegnazione in proprietà delle azioni all'emittente²²⁸. Tale equiparazione non risulta peraltro di agevole analisi, atteso che le due discipline riguardano diverse fattispecie e scaturiscono da differenti istanze di tutela²²⁹.

La previsione contenuta nell'art. 24 non trova un preciso riscontro nella disciplina italiana, dal momento che la formulazione al momento in vigore dell'art. 2358 c.c. non sembra poter ricomprendere «la concessione di un qualsiasi credito da parte della società al terzo a fronte di una garanzia»²³⁰.

2.4 Dal 1986 agli anni 2000

Il recepimento della seconda direttiva comunitaria è avvenuto mediante la legge delega 8 agosto 1985, n. 412, sfociata nel D.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30²³¹: alla tematica delle azioni proprie questo decreto dedica buona parte dei suoi articoli²³², innovando ed ampliando le norme del Codice Civile previgenti, determinando un cambiamento di ottica nei confronti dell'intera tematica²³³.

Il decreto ha portato alla formulazione di tre nuovi articoli (artt. 2357-bis, 2357-ter, 2357-quater c.c.) e alla modifica sostanziale di articoli esistenti concernenti la disciplina delle azioni proprie (artt. 2357, 2358, 2424, 2429-bis c.c.) e le relative sanzioni penali (artt. 2630, 2630-bis, 2632 c.c.).

A seguito del mutamento di prospettiva, viene dato maggior rilievo al significato e alle conseguenze del *possesso* e non già del mero *acquisto* di azioni proprie e l'attenzione

²²⁸ S. FORTUNATO, *op. ult. cit.*, 466.

²²⁹ S. FORTUNATO, *op. ult. cit.*, 463 ss. Non da ultima va ricordata la sanzione riconducibile alla violazione del divieto di cui all'art. 24, la quale dovrebbe consistere in un obbligo per la società di procedere ad un atto che annulli l'effetto della violazione: che nel caso di acquisto di azioni proprie è l'atto di rivendita e nel caso di accettazione di azioni proprie in garanzia potrebbe consistere nell'obbligo di cessione del credito.

²³⁰ S. FORTUNATO, *op. ult. cit.*, 4, 479.

²³¹ Che recita: «Modificazioni alla disciplina delle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata e cooperative, in attuazione della direttiva del Consiglio delle Comunità europee n. 77/91 del 13 dicembre 1976, ai sensi della legge 8 agosto 1985, n. 412».

²³² Come ricordato da F. CARBONETTI, *op. cit.*, 6.

²³³ F. CORSI, *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante, in L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 243.

viene spostata dal momento in cui l'acquisto viene iscritto all'intero periodo in cui le azioni permangono nel patrimonio societario²³⁴.

2.4.1 L'acquisto di azioni proprie nel d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30

Il nuovo art. 2357 c.c.²³⁵ disciplina ora l'acquisto²³⁶ di azioni proprie da parte della società sia che avvenga in modo diretto sia per tramite di terzi (comma 4), e conferma in parte la previsione della norma previgente riguardo alle tre condizioni cui sottoporre l'acquisto, precisandole meglio e aggiungendone una quarta. Viene inoltre prevista esplicitamente la sanzione per la violazione delle disposizioni, che comporta (come suggerito dalla seconda direttiva) un obbligo di rivendita delle azioni illegittimamente acquistate, senza che l'acquisto sia colpito da invalidità.

²³⁴ Sul punto I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1992, 105; F. CORSI, *op. cit.*, 247 ss.; M. FAZZINI, *Bilancio, prospetto, relazioni: nuovi obblighi d'informazione*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 316.

²³⁵ Art. 2357 - Acquisto delle proprie azioni: «La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuiti e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate. L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo. In nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale.

Le azioni acquistate in violazione dei commi precedenti debbono essere alienate secondo modalità da determinarsi dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto. In mancanza, deve procedersi senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale. Qualora l'assemblea non provveda, gli amministratori e i sindaci devono chiedere che la riduzione sia disposta dal tribunale secondo il procedimento previsto dall'art. 2446, secondo comma.

Le disposizioni del presente articolo si applicano anche agli acquisti fatti per tramite di società fiduciaria o per interposta persona».

²³⁶ Secondo R. NOBILI, *Osservazioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 1987, 764 nonostante la disciplina sia stata disegnata prendendo a base il modello di acquisto mediante compravendita, essa va applicata tutti i contratti che hanno come effetto l'acquisto della proprietà delle azioni da parte della società, contratto di riporto e permuta inclusi. Concorde anche G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo - G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, 395 che rinviene nel riferimento al «corrispettivo» (anziché al prezzo) di cui al co. 1 art. 2357 c.c. la conferma che si possa «procedere all'acquisto [di azioni proprie] anche con negozi diversi dalla compravendita».

Per quanto concerne l'autorizzazione assembleare, essa viene richiamata dalle nuove disposizioni in più occasioni: per autorizzare l'acquisto delle azioni e per determinare le modalità di alienazione di azioni proprie acquistate in violazione dei requisiti richiesti (art. 2357 c.c.); per autorizzare gli amministratori a disporne (art. 2357-ter c.c.); per determinare le modalità di alienazione di azioni proprie possedute in violazione dei requisiti richiesti (art. 2357-quater c.c.)²³⁷. Il contenuto di tale autorizzazione è stabilito dall'art. 2357 c.c.²³⁸, ed è però da considerarsi come *minimo*, non esaustivo (giacché il secondo comma prevede la locuzione «in particolare», che allude ad un contenuto ben più ampio²³⁹ che possa ulteriormente limitare l'arbitrio degli amministratori). La previsione di un *range*²⁴⁰ di corrispettivo da parte dell'assemblea potrebbe essere legata non solo all'esigenza di contenere l'ammontare dell'investimento da parte dei soci entro un limite massimo ma anche di prevedere un temperamento tra l'interesse sociale e quello dell'alienante²⁴¹; inoltre l'utilizzo del termine «corrispettivo» suggerisce che il controvalore dell'operazione possa essere costituito non solo da denaro ma anche da altri valori (ad esempio da beni sociali²⁴²).

Viene inoltre chiarita l'espressione relativa al limite degli utili²⁴³: l'espressione contenuta nel vecchio testo («*con somme prelevate dagli utili netti regolarmente accertati*») viene ora meglio precisata, contemplando espressamente l'utilizzo di riserve, purché disponibili²⁴⁴, ed eliminando il riferimento al "prelevamento di somme" che si

²³⁷ Questa l'elencazione di F. CORSI, *op. cit.*, 254.

²³⁸ Sulla possibile estensione del contenuto della delibera assembleare ai casi previsti dagli artt. 2357-ter e 2357-quater si rimanda a F. CORSI *op. cit.*, 255 ss.

²³⁹ Così F. CARBONETTI, *op. cit.*, 69; anche secondo R. NOBILI, *op. cit.*, 770, la società potrebbe auspicabilmente determinare la scelta di quali azioni acquistare, il modo di pagamento del prezzo, la scelta su quali mercati operare, ecc.

²⁴⁰ È stato tuttavia osservato che la previsione di un corrispettivo minimo risulta «sostanzialmente inutile, in quanto non funzionale alla tutela di alcun apprezzabile interesse»: così M. STELLA RICHTER jr., *Novo e novissimo regime dell'acquisto delle proprie azioni*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011, 812 (nota n. 12).

²⁴¹ Così R. NOBILI, *op. cit.*, 770 ss.

²⁴² F. CARBONETTI, *op. cit.*, 70 ss.

²⁴³ Limite che, in occasione del commento del d.p.r. 30/1986, Corsi ha ritenuto doversi riferire al prezzo pagato per l'acquisto delle azioni proprie (e non già al loro valore nominale): così F. CORSI, *op. cit.*, 251; contra R. NOBILI *op. cit.*, 770 che invece ritiene che il rapporto oggetto di analisi sia quello tra valore nominale delle azioni proprie e capitale sociale sottoscritto.

²⁴⁴ Rientrano in questo novero secondo F. CARBONETTI, *op. cit.*, 81 ss., le riserve da utili facoltative, le riserve di capitale da sovrapprezzo, riserva da annullamento di azioni proprie acquistate ad un prezzo inferiore al valore nominale, riserva derivante da riduzione del capitale

attaglierebbe maggiormente a delle movimentazioni finanziarie che a delle poste contabili. Queste riserve e utili devono inoltre risultare dall'«ultimo bilancio regolarmente approvato»: quest'espressione riprende il comma 2 dell'art. 2433 c.c.²⁴⁵ e si propone parimenti di tutelare l'integrità del capitale, richiedendo che tali somme risultino da un prospetto formalmente corretto e sostanzialmente veritiero²⁴⁶.

L'aspetto più innovativo del rinnovato art. 2357 c.c. è senz'altro la previsione di cui al comma 3: «*In nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale*». Tale previsione conferma l'importanza dell'aspetto *quantitativo* di tale operazione che, se applicata intensivamente, sconvolgerebbe gli equilibri sociali e fornirebbe al mercato una prospettiva ben poco rassicurante; il Legislatore richiede quindi di mantenere un rapporto fisso inderogabile fra il capitale sociale sottoscritto²⁴⁷ e il valore nominale complessivo delle azioni a qualunque titolo acquistate²⁴⁸. Secondo qualcuno²⁴⁹ però il limite del decimo del capitale non si affianca semplicemente alle altre condizioni già esistenti ma risulta ad esse sovraordinata, fungendo da «argine su cui le altre limitazioni

esuberante, riserva emergente dalla conversione di obbligazioni, riserva statutaria costituita appositamente per le azioni proprie e altre riserve statutarie rese disponibili dall'assemblea straordinaria.

²⁴⁵ Art. 2433 c.c. - Distribuzione di utili ai soci: «L'assemblea che approva il bilancio delibera sulla distribuzione degli utili ai soci.

Non possono essere pagati dividendi sulle azioni, se non per utili realmente conseguiti e risultanti dal bilancio regolarmente approvato.

Se si verifica una perdita del capitale sociale, non può farsi luogo a ripartizione degli utili fino a che il capitale non sia reintegrato o ridotto in misura corrispondente.

I dividendi erogati in violazione delle disposizioni del presente articolo non sono ripetibili, se i soci li hanno riscossi in buona fede in base al bilancio regolarmente approvato, da cui risultano utili netti corrispondenti».

²⁴⁶ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 84; concorde anche F. CORSI, *op. cit.*, 252, che ritiene che la norma potrebbe essere altrimenti eludibile tramite «sopravvalutazioni di beni sociali o con altri artifici».

²⁴⁷ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 85 ss. Concorde sul riferimento al capitale *sottoscritto* anche G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo - G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, 405;

²⁴⁸ Tale sarebbe l'interpretazione della norma secondo F. CARBONETTI, *op. cit.*, 86 e A. ANTONUCCI, *Acquisto di azioni proprie: dall'invalidità del contratto all'obbligo di alienazione*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro - A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 388, che ritengono opportuno computare nel limite del 10% anche le azioni acquistate secondo le modalità di cui art. 2357-bis c.c. e art. 20 paragrafo 1 direttiva n. 77/91/CEE. *Contra* E. SABATELLI, *op. ult. cit.*, 284.

²⁴⁹ F. CORSI, *op. cit.*, 248 ss.

non solo convergono, ma si impostano, colorate della diffidenza di base che questa misura ispira», atteggiandosi a limite assoluto²⁵⁰.

L'art. 2357 c.c. equipara ora esplicitamente gli acquisti eseguiti dalla società ed eseguiti per tramite di società fiduciaria o interposta persona²⁵¹: in tal modo il Legislatore ha voluto estendere i limiti già previsti per gli acquisti c.d. *diretti* a quelli *indiretti*, in sé perfettamente legittimi e che rischiavano di essere ingiustamente favoriti per aggirare le prescrizioni di legge. Dubbi in tale caso rimangono sull'opportunità o doverosità di rispettare le disposizioni in tema di informativa di bilancio per le azioni così indirettamente entrate nel patrimonio sociale²⁵².

2.4.2 Segue: i casi speciali di acquisto

Segue poi la disciplina derogatoria dell'art. 2357-bis²⁵³, che permette l'acquisto di azioni proprie in deroga ai limiti dettati dall'articolo precedente in presenza di determinate circostanze, quali la riduzione di capitale o l'acquisto a titolo gratuito: casi in verità eterogenei ma accomunati «soltanto dalla totale o parziale esonero dai limiti e

²⁵⁰ A tal punto che esso può essere derogato solo in sede di acquisto e non di possesso: così F. CORSI *op. cit.*, 250. *Contra* I. MENGHI, *op. cit.*, 106, secondo cui il limite del decimo del capitale ha la "mera" funzione di evitare la distrazione di una consistente quota del capitale sociale dalla sua funzione tipica.

²⁵¹ Per G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, 409 l'espressione "società fiduciaria e persona interposta" va interpretata come un generico riferimento a «ogni ipotesi genericamente riconducibile allo schema dell'interposizione», sempreché ne ricorrano gli elementi essenziali (la spendita da parte dell'interposto del proprio nome, la destinazione dei risultati pratico-economici al soggetto dell'interponente ed il collegamento tra l'agire del primo e la sfera giuridica del secondo).

²⁵² In senso dubitativo si esprime F. CORSI, *op. cit.*, 251.

²⁵³ Art. 2357-bis - Casi speciali di acquisto delle proprie azioni: «Le limitazioni contenute nell'articolo precedente non si applicano quando l'acquisto di azioni proprie avvenga:

- 1) in esecuzione di una deliberazione dell'assemblea di riduzione del capitale, da attuarsi mediante riscatto e annullamento di azioni;
- 2) a titolo gratuito, sempre che si tratti di azioni interamente liberate;
- 3) per effetto di successione universale o di fusione;
- 4) in occasione di esecuzione forzata per il soddisfacimento di un credito della società, sempre che si tratti di azioni interamente liberate.

Se il valore nominale delle azioni proprie supera il limite della decima parte del capitale per effetto di acquisti avvenuti a norma dei numeri 2), 3) e 4) del primo comma del presente articolo, si applica per l'eccedenza il penultimo comma dell'articolo precedente, ma il termine entro il quale deve avvenire l'alienazione è di tre anni».

dai vincoli imposti dall'art.2357 c.c.»²⁵⁴. Un'analogia ma più estesa elencazione era prevista nel testo dell'art. 20 paragrafo 1 della seconda direttiva, ripresa in Italia solo parzialmente, sia in virtù di scelte puramente discrezionali del Legislatore sia a causa del riferimento ad alcuni istituti sconosciuti a nostro ordinamento²⁵⁵.

Come abbiamo anticipato, la deroga concessa dal Legislatore nelle quattro ipotesi previste dall'art. 2357-bis risulta differenziata: per i casi di cui ai nn. 2 e 4 (acquisto a titolo gratuito e in virtù di esecuzione forzata) rimane ferma la condizione che le azioni siano interamente liberate, mentre la deroga è totale negli altri due casi (acquisto di azioni proprie finalizzato a riduzione di capitale o causato da fusione o successione universale).

La ragione della deroga applicata alla prima fattispecie prevista²⁵⁶ consiste nella strumentalità dell'acquisto alla riduzione del capitale, con la conseguenza che le azioni, seppur acquistate eccedendo il limite del 10% ed in deroga agli altri requisiti, sono destinate a permanere nel patrimonio sociale solo per il tempo necessario a disporre l'annullamento²⁵⁷. Quanto invece al caso di acquisto a titolo gratuito, esso non pare nascondere temibili insidie per il Legislatore, a patto che le azioni siano state preventivamente liberate²⁵⁸; tra queste ipotesi v'è senza dubbio l'aumento gratuito di capitale, in corrispondenza del quale la società si vedrebbe attribuita delle nuove azioni senza alcun «esborso di somme»²⁵⁹ e senza che la quota di capitale rappresentata da azioni proprie muti. La terza ipotesi fa invece riferimento al caso di fusione per incorporazione (nel caso in cui la società incorporanda detenga azioni dell'incorporante) o di successione universale, in occasione delle quali può essere derogato anche il requisiti della preventiva liberazione delle azioni: in entrambi i casi infatti l'operazione non comporterebbe l'esborso di denaro; con riferimento specifico al caso della fusione l'acquisto di azioni non liberate non comporterebbe alcun pericolo, venendosi con la

²⁵⁴ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 88.

²⁵⁵ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 88 ss.

²⁵⁶ Riguardo alla cui applicazione si è espresso estensivamente R. NOBILI, *Osservazioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 1987, 778 ss., arrivando a concepire la deroga per tutti quegli acquisti la cui finalità espressa consista nell'annullamento delle azioni proprie.

²⁵⁷ Così F. CORSI, *op. cit.*, 261.

²⁵⁸ A questo proposito viene presentato sia il rischio della confusione tra conferente e soggetto conferitario sia l'opportunità che avrebbe il socio di liberarsi dell'obbligo del conferimento ancora dovuto donando le azioni sottoscritte alla società stessa: così F. CORSI, *op. cit.*, 261.

²⁵⁹ F. CORSI, *op. cit.*, 262.

fusione a riunire nel medesimo ente la qualità di debitore e creditore per i conferimenti non effettuati²⁶⁰; quanto poi al caso della successione, parrebbe iniquo non considerare unitamente il patrimonio oggetto di successione, permettendo l'acquisizione delle sole azioni liberate²⁶¹. L'acquisto a seguito di esecuzione forzata per il soddisfacimento di un credito, di cui al n. 4, richiama invece una fattispecie rara²⁶², giacché è escluso si tratti dell'esecuzione della società verso un socio per versamenti ancora dovuti (dal momento che sarebbe escluso in questo caso l'acquisto di azioni non interamente liberate).

2.4.3 *Segue: la sottoscrizione di azione proprie*

L'esplicito divieto di sottoscrizione di azioni proprie venne formulato solo nel 1986 con l'introduzione dell'art. 2357-quater²⁶³, nonostante esso costituisca la premessa e «l'implicito fondamento» di tutti gli altri divieti²⁶⁴.

Il fatto che la sanzione prevista dal Legislatore non sia la nullità ma l'imputazione dell'atto al soggetto che abbia materialmente sottoscritto le azioni indicherebbe che con tale divieto si sia voluto preservare il concetto di *conferimento*, inteso come trasferimento di ricchezza: se venisse permessa la sottoscrizione di azioni proprie (così come anche l'acquisto di azioni proprie non interamente libere) da parte della società verrebbero a coincidere le posizioni di conferente e conferitario.

²⁶⁰ Così R. NOBILI, *op. cit.*, 781, che conferma a tal proposito l'iscrizione di una perdita nel conto economico post-fusione relativo alla perdita del credito.

²⁶¹ Escludendo con ciò il debito per il conferimento residuo da versare in corrispondenza delle azioni non liberate: così F. CORSI, *op. cit.*, 263

²⁶² Così F. CORSI, *op. cit.*, 264: «È facile intuire come ... l'ipotesi prevista da questo n. 4 potrà difficilmente verificarsi».

²⁶³ Art. 2357-quater - Divieto di sottoscrizione delle proprie azioni: «In nessun caso la società può sottoscrivere azioni proprie.

Le azioni sottoscritte in violazione del divieto stabilito nel precedente comma si intendono sottoscritte e devono essere liberate dai promotori e dai soci fondatori o, in caso di aumento del capitale sociale, dagli amministratori. La presente disposizione non si applica a chi dimostri di essere esente da colpa.

Chiunque abbia sottoscritto in nome proprio, ma per conto della società, azioni di quest'ultima è considerato a tutti gli effetti sottoscrittore per conto proprio. Della liberazione delle azioni rispondono solidalmente, salvo che non dimostrano di essere esenti da colpa, i promotori, i soci fondatori e, nel caso di aumento del capitale sociale, gli amministratori».

²⁶⁴ F. CORSI, *op. cit.*, 246.

2.4.4 Segue: il regime delle azioni proprie

L'art. 2357-ter²⁶⁵ conferma la previsione comunitaria e le indicazioni dottrinali sviluppate intorno al precedente testo dell'art. 2357 c.c. confermando che, una volta in possesso della società, le azioni non possono essere liberamente *gestite* dagli amministratori e tutti gli atti di disposizione devono trovare un necessario presupposto in una deliberazione assembleare. La sorte del diritto di voto viene invece confermata (nel senso della sospensione) e corredata da una disposizione che non lascia dubbi circa il peso da attribuirsi alle azioni proprie ai fini del computo dei *quorum* assembleari²⁶⁶.

La norma chiarisce inoltre quale sia la sorte dei due principali diritti attribuibili alle azioni proprie della cui sospensione si era in passato discusso²⁶⁷, evitando «formulazioni generali pur consentite dalla ... direttiva»²⁶⁸: il diritto all'utile e il diritto d'opzione vengono esplicitamente attribuiti alle altre azioni in circolazione.

Un'ulteriore novità, ispirata anch'essa dall'esigenza di limitare le conseguenze negative della detenzione delle azioni proprie per tutto il periodo in cui permangono nel portafoglio della società²⁶⁹, è l'obbligo²⁷⁰ di istituzione di una riserva indisponibile da iscriversi nella sezione del passivo e patrimonio netto (vedi *infra*).

²⁶⁵ Art. 2357 ter - Disciplina delle proprie azioni: «Gli amministratori non possono disporre delle azioni acquistate a norma dei due articoli precedenti se non previa autorizzazione dell'assemblea, la quale deve stabilire le relative modalità.

Finché le azioni restano in proprietà della società, il diritto agli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni. Il diritto di voto è sospeso, ma le azioni proprie sono tuttavia computate nel capitale ai fini del calcolo delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell'assemblea.

Una riserva indisponibile pari all'importo delle azioni proprie iscritto all'attivo del bilancio deve essere costituita e mantenuta finché le azioni non siano trasferite o annullate».

²⁶⁶ Disposizione volta ad evitare manovre dei soci di maggioranza che potrebbero al contempo cedere una parte del proprio pacchetto azionario alla società e mantenere il controllo sulla stessa: così R. NOBILI, *Osservazioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 1987, 786.

²⁶⁷ Si ricordano in proposito le opinioni di G. FRE', *op. cit.*, 259 ss.; A. ANTONUCCI, *Sui diritti inerenti alle azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttarò - A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 418; F. MESSINEO, *Spettanza dei dividendi sulla propria azione, acquistata dalla società*, in *Rivista delle società*, 1966, 417 ss.

²⁶⁸ *Relazione al d.p.r. 30/1986*, in *Rivista delle società*, 1986, 285.

²⁶⁹ F. CORSI, *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante)*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 249.

²⁷⁰ Obbligo sussistente secondo R. NOBILI, *Osservazioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 1987, 782, anche qualora la società non disponesse di utili o riserve disponibili in misura sufficiente, avendo acquisito le azioni per tramite di una fusione: andrà perciò ridotto

2.4.5 Segue: l'informativa di bilancio

Il d.p.r. 30/1986 è intervenuto anche sugli obblighi d'informazione annuali che devono essere forniti agli amministratori in corrispondenza della chiusura d'esercizio: il Legislatore italiano ha così integrato le disposizioni di cui all'artt. 2424 c.c. e 2429-bis c.c. con le informazioni riguardanti le azioni proprie.

In primo luogo è stata integrato il punto n. 10 dell'art. 2424 c.c., il quale richiede ora di indicare separatamente nel novero delle partecipazioni, non solo le azioni proprie acquistate a norma dell' art. 2357 ma anche dell'art. 2357-bis c.c., il che richiama due ordini di novità: sono in primo luogo ricomprese le azioni proprie acquistate a titolo diverso dalla compravendita; e sono in secondo luogo da iscriversi al bilancio le azioni acquistate per tramite di società fiduciaria o interposta persona (di cui art. 2357 ult. co. c.c.)²⁷¹, preferibilmente indicabili in maniera distinta dalle azioni acquisite direttamente, per maggior chiarezza²⁷².

In secondo luogo è stata prevista l'istituzione di una riserva indisponibile alla voce n. 2-bis del passivo, corrispondente all'importo delle azioni proprie iscritte all'attivo, in modo da controbilanciare la posta attiva rappresentata dalle azioni proprie. Secondo alcuni²⁷³ essa non assurge al rango di riserva ma si atterrebbe piuttosto come una posta correttiva dell'attivo inadatta/non impiegabile per coprire eventuali perdite; opinioni dubitative²⁷⁴ sono poi state espresse alla luce della disposizione della seconda direttiva comunitaria, che imporrebbe l'istituzione della riserva solo nel caso vengano iscritte all'attivo anche le azioni proprie, e alla luce del dato letterale dell'art. 17 d.p.r.

corrispondentemente il capitale per salvaguardare la trasparenza dell'informazione contenuta nel bilancio

²⁷¹ Questione «complessa ed impervia» che presenta «prevalenti connotazioni tecnico-contabili» ma che viene posta al fine di rispettare il principio di chiarezza del bilancio: così M. FAZZINI, *Bilancio, prospetto, relazioni: nuovi obblighi d'informazione*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 313 ss.

²⁷² In una voce denominata ad esempio "Acquisti di azioni proprie per il tramite di terzi": così M. FAZZINI, *op. cit.*, 314.

²⁷³ F. CORSI, *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante)*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 250; M. FAZZINI, *op. cit.*, 317, che propone l'alternativa denominazione di "Fondo contropartita azioni proprie".

²⁷⁴ R. NOBILI, *op. cit.*, 783.

30/1986²⁷⁵ che colloca questa posta tra la riserva legale e le riserve statutarie facoltative.

Infine l'art. 18 del d.p.r. 30/1986 ha modificato il testo dell'art. 2429-bis²⁷⁶ inserendo nella relazione degli amministratori le informazioni richieste dai nn. 8 e 9: gli amministratori sono ora tenuti a specificare tutti i dati relativi alle azioni proprie possedute, acquistate e alienate nell'esercizio (valore nominale, numero, quota del capitale sociale corrispondente) anche per tramite di società fiduciaria e interposta persona, specificando inoltre i corrispettivi (riscossi e pagati) e i motivi delle acquisizioni e delle cessioni. Questo obbligo di informazione viene quindi imposto per sottoporre a vigilanza ancora più stretta questo tipo di operazioni, di cui devono essere forniti i dettagli per tutto l'arco della detenzione delle azioni in capo alla società²⁷⁷.

2.4.6 Segue: l'obbligo di alienazione

Il dibattito riguardo l'esito degli acquisti di azioni proprie effettuati in violazione delle disposizioni del Codice Civile è stato definitivamente sopito²⁷⁸ dall'esplicita previsione

²⁷⁵ Art. 17: «Nello stesso art. 2424 del codice civile dopo la voce numero 2) del passivo è inserita la seguente: "2 bis) la riserva corrispondente all'importo delle azioni proprie iscritte all'attivo"».

²⁷⁶ Art. 2429 bis -Relazione degli amministratori: «La relazione degli amministratori prescritta dal terzo comma dell'art. 2423 deve illustrare l'andamento della gestione nei vari settori in cui la società ha operato, anche attraverso altre società da essa controllate, con particolare riguardo agli investimenti, ai costi e ai prezzi. Devono essere anche indicati i fatti di rilievo verificatisi dopo la chiusura dell'esercizio.

Dalla relazione devono in ogni caso risultare: (...)

8) il numero e il valore nominale delle azioni proprie possedute dalla società, anche per il tramite di società fiduciaria o per interposta persona, con l'indicazione della quota di capitale corrispondente;

9) il numero e il valore nominale delle azioni proprie acquistate o alienate dalla società nel corso dell'esercizio, anche per tramite di società fiduciaria o per interposta persona, con l'indicazione della quota di capitale corrispondente, dei corrispettivi riscossi o pagati e dei motivi degli acquisti e delle alienazioni (...).

²⁷⁷ F. CORSI, *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante, in L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 249. Sull'opportunità di estendere gli obblighi informativi si è espresso M. FAZZINI, *Bilancio, prospetto, relazioni: nuovi obblighi d'informazione*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 320.

²⁷⁸ Conferma G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, 411: «Nel silenzio recato in proposito dal vecchio art. 2357c.c. il tema era tra i più tormentati, essendosi proposte soluzioni

di un obbligo di alienazione delle medesime azioni, previsto dalla seconda direttiva comunitaria del 1977 e recepita in Italia nel 1986.

Ora il quarto comma dell'art. 2357 c.c. prevede una serie di misure progressive²⁷⁹ volte ad eliminare l'effetto dell'acquisto in violazione dei commi precedenti: si richiede nello specifico che:

- le azioni siano alienate «secondo modalità da determinarsi dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto»;
- in difetto di tempestiva alienazione, si proceda «senza indugio» all'annullamento delle azioni e alla conseguente riduzione di capitale sociale;
- in difetto di tempestivo annullamento, amministratori e sindaci si rivolgano al tribunale affinché provveda con decreto soggetto a reclamo.

La scelta del Legislatore italiano (e ancor prima comunitario) di non ricorrere a strumenti sanzionatori classici che agiscano sugli effetti prodotti dall'acquisto illegittimo (nullità e annullabilità), ma di prevedere ed imporre comportamenti di segno opposto a quello censurato, sottintende la volontà di riconoscere la validità dell'atto d'acquisto²⁸⁰ inizialmente posto in essere.

Quest'uniformità di sanzione²⁸¹, che è preveduta qualsiasi sia la disposizione violata (limite del decimo del capitale, preventiva autorizzazione assembleare, utilizzo di utili e riserve disponibili, acquisto di azioni liberate), non deve però indurre a ritenere che sia del tutto irrilevante il tipo di irregolarità commessa: l'eventuale mancanza o i vizi della delibera incidono infatti sia sulla responsabilità civile e penale degli amministratori sia sull'autonoma impugnabilità della deliberazione²⁸², che non viene esclusa dall'autonoma ed implicita (nell'art. 2357 co. 4 c.c.) previsione dell'efficacia dell'acquisto²⁸³. Il riconoscimento di validità del contratto di acquisto tutela il mercato e l'intermediazione

differenziate, anche con riguardo ai singoli tipi di vizi, dalla nullità assoluta, alla nullità relativa, all'annullabilità o all'inefficacia in senso stretto dell'acquisto».

²⁷⁹ F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, Giuffrè, 1988, 105.

²⁸⁰ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 105.

²⁸¹ Questo «microsistema» sanzionatorio introdotto con la seconda direttiva risulta secondo A.A. DOLMETTA, *Sulle conseguenze civilistiche dell'acquisto di azioni proprie compiuto in violazione dei divieti di legge*, in *Rivista delle società*, 1996, 349 ss., per «l'indiscriminata tutela del socio alienante», altrettanto inopportuno quanto il sistema sanzionatorio (proposto) previgente (la nullità).

²⁸² Ai sensi degli artt. 2377 e 2379 c.c. che tutelano gli interessi del socio o del terzo creditore.

²⁸³ In questo senso F. CARBONETTI, *op. cit.*, 106 ss.

professionale, il cui funzionamento si basa sulla «rapidità nell'esecuzione ed i cui costi finirebbero per essere traslati sulla clientela»²⁸⁴.

La possibilità di sanare l'illegittimità dell'acquisto *ex post* quando ad essere violata sia la disposizione sull'autorizzazione assembleare (o quando essa disponga l'acquisto in violazione degli altri requisiti) non è uniformemente condivisa: nonostante l'opinione favorevole della gran parte della dottrina²⁸⁵ e della giurisprudenza²⁸⁶, è stato osservato che una tale interpretazione, suggerendo la validità dell'acquisto effettuato in difetto di autorizzazione, farebbe perdere significato alla ratifica successiva²⁸⁷: secondo quest'ultima impostazione sarebbe dunque contenuta nell'art. 2357 c.c. (come anche nel previgente art 144 c.co.) una norma di *competenza organica* «delimitativa delle rispettive competenze dell'assemblea e degli amministratori e come tale inderogabile»²⁸⁸.

L'obbligo di alienazione è sottoposto ad un termine perentorio differenziato, che sottintende la distinzione tra casi di illegittimo acquisto ed autonomi casi di illegittimo possesso: la società è tenuta infatti a cedere le proprie azioni *acquistate* in violazione dell'art. 2357 c.c. entro un anno (art. 2357 co. 4 c.c.), a prescindere dalla legittimità del loro *possesso*; mentre l'obbligo di alienazione previsto dall'art. 2357-bis co. 2 c.c. riguarda azioni regolarmente e legittimamente *acquistate*, il cui possesso possa però violare i nn. 2, 3, 4 dell'art. 2357 co. 1, e lo sottopone ad un termine più elastico di tre anni²⁸⁹.

Tale obbligo di alienazione sembra essere ottemperabile ricorrendo non solo al negozio della compravendita, ma anche allo strumento della permuta, del conferimento

²⁸⁴ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 109; G. PARTESOTTI, *op. cit.*, 411.

²⁸⁵ Tra cui F. GALGANO, *Commento all'art. 2357 c.c.*, in *Commentario al Codice Civile*, diretto da P. Cendon, Utet, Torino, 1991, 965; F. CARBONETTI, *op. cit.*, 68; A. A. DOLMETTA, *Sulle conseguenze civilistiche dell'acquisto di azioni proprie compiuto in violazione dei divieti di legge*, in *Rivista delle società*, 1996, 367.

²⁸⁶ *App. Roma*, 27 novembre 1968, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1969, I, 337.

²⁸⁷ Afferma infatti I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, Giuffrè, 1992, 149 ss.: «La ratifica non assolverebbe a nessun compito, ma sarebbe semplice presa d'atto del fatto compiuto da parte di una compagine sociale che non solo non coincide più con quella preesistente all'operato dell'organo amministrativo ... ma che è proprio quella avuta di mira dalla manovra illecita degli amministratori».

²⁸⁸ I. MENGHI, *op. cit.*, 150 ss.

²⁸⁹ Per una disamina più approfondita delle possibili combinazioni di acquisti legittimi ed illegittimi e relativa legittimità del possesso si rinvia a F. CARBONETTI *op. cit.*, 111 ss.

in società, della distribuzione ai soci, tutte misure idonee a perfezionare il trasferimento del diritto di proprietà delle relative azioni²⁹⁰.

Competente a disporre l'alienazione delle azioni proprie "illegittime" è l'assemblea dei soci²⁹¹, a conferma della previsione del primo comma dell'art. 2357-ter che preclude la possibilità di disporre delle azioni da parte degli amministratori. Nel caso l'assemblea non provveda è compito di amministratori e sindaci rivolgersi al tribunale (art. 2357 co. 4, secondo periodo c.c.) affinché sia disposta la riduzione nominale di capitale ai sensi dell'art. 2446 c.c.²⁹²: questo rimedio estremo può però tradursi in una perdita per il patrimonio sociale, la cui tutela dovrebbe suggerire secondo qualcuno²⁹³ la ammissibilità dell'operazione di alienazione delle azioni anche nel tempo intercorrente tra la scadenza del termine prescritto e l'intervento del tribunale.

E' stato tuttavia osservato²⁹⁴ che la società potrebbe legittimamente eliminare le azioni eccedenti il decimo del capitale ricorrendo a mezzi alternativi a quello proposto dal Legislatore: potrebbe direttamente disporre l'annullamento delle azioni esuberanti prima che scada il termine annuale (senza doversi dedicare alla ricerca di possibili

²⁹⁰ Così F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, Giuffrè, 1988, 117, che si esprime in tono dubbioso sul contratto di riporto.

²⁹¹ Così F. CORSI, *op. cit.*, 256 che sostiene che l'assemblea ordinaria debba esprimersi in tal senso in sede di approvazione del bilancio. *Contra* R. NOBILI, *op. cit.*, 802, secondo cui la competenza spetterebbe all'assemblea in sede straordinaria, trattandosi di un'operazione di riduzione del capitale; concorde anche F. CARBONETTI, *op. cit.*, 121, secondo cui il carattere obbligatorio della riduzione del capitale non costituisce «motivo sufficiente per derogare alla competenza dell'assemblea straordinaria».

²⁹² Art. 2446 c.c. – Riduzione del capitale per perdite: «Quando risulta che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di perdite, gli amministratori devono senza indugio convocare l'assemblea per gli opportuni provvedimenti.

All'assemblea deve essere sottoposta una relazione sulla situazione patrimoniale della società, con le osservazioni del collegio sindacale. La relazione degli amministratori con le osservazioni del collegio sindacale deve restare depositata in copia nella sede della società durante gli otto giorni che precedono l'assemblea, perché i soci possano prenderne visione.

Se entro l'esercizio successivo la perdita non risulta diminuita a meno di un terzo, l'assemblea che approva il bilancio di tale esercizio deve ridurre il capitale in proporzione delle perdite accertate. In mancanza gli amministratori e sindaci devono chiedere al tribunale che venga disposta la riduzione del capitale in ragione delle perdite risultanti dal bilancio. Il tribunale provvede, sentito il pubblico ministero, mediante decreto, che deve essere iscritto nel registro delle imprese a cura degli amministratori. Contro tale decreto è ammesso reclamo alla corte d'appello entro trenta giorni dall'iscrizione».

²⁹³ In questi senso si esprime F. CORSI, *op. cit.*, 260; concorde anche A. A. DOLMETTA, *op. cit.*, 358 ss. e 363.

²⁹⁴ R. NOBILI, *op. cit.*, 771.

acquirenti e definire con essi i termini dell'alienazione)²⁹⁵; potrebbe deliberare un aumento di capitale gratuito assegnando le azioni spettanti alle azioni proprie agli altri azionisti²⁹⁶; potrebbe infine deliberare un aumento di capitale a pagamento²⁹⁷.

2.4.7 *Segue: il divieto di accettazione in garanzia e assistenza finanziaria*

L'art. 12, il d.p.r. 30/1986 sostituisce anche il testo del previgente art. 2358 c.c., in precedenza oggetto di interpretazioni più o meno estensive a causa della sua essenzialità, esplicitando ora ipotesi molto più articolate di divieti²⁹⁸. Il testo previgente citava i casi di "anticipazioni" e "prestiti" erogati dalla società (che venivano interpretati in modo strettamente letterale da alcuni, mentre altri propendevano per un'estensione del divieto ad «ogni forma di finanziamento e quindi anche i c.d. crediti di firma»²⁹⁹) ed esso erano finalizzati a consentire al terzo il solo *acquisto* di azioni. Ora invece alla società è espressamente vietato sia concedere prestiti, sia fornire garanzie (anche per interposta persona) per agevolare la sottoscrizione e l'acquisto di azioni da parte di un terzo, sia ancora accettare in garanzia azioni da essa stessa emesse a fronte di un prestito concesso al socio: sono dunque ricompresi tutti i finanziamenti per cassa («mutui, aperture di credito, anticipazioni, sconti, acquisti di crediti *pro solvendo*») sia le prestazioni di garanzia personali o reali³⁰⁰.

Questa innovazione introdotta con il D.P.R. 30/1986 ha sostanzialmente confermato l'interpretazione estensiva del previgente testo, formulando un divieto assoluto e onnicomprensivo, completando ed arricchendo la previsione inizialmente enunciata

²⁹⁵ Favorevole a questa interpretazione F. CARBONETTI, *op. cit.*, 120.

²⁹⁶ Deliberazione che sarebbe valida, avvantaggiando tutta la compagine sociale senza determinare un pregiudizio per i creditori: così R. NOBILI, *op. cit.*, 789.

²⁹⁷ Così A. A. DOLMETTA, *op. cit.*, 365.

²⁹⁸ Art. 2358 c.c. – Altre operazioni sulle proprie azioni: «La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie.

La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia.

Le disposizioni dei due commi precedenti non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate. In questi casi tuttavia le somme impiegate e le garanzie prestate debbono essere contenute nei limiti degli utili distribuibili regolarmente accertati e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato».

²⁹⁹ I. MENGHI, *op. cit.*, 110.

³⁰⁰ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 178.

nell'art. 144 c.co, e confermando un atteggiamento «ora di netta chiusura, ora di estrema cautela» verso operazioni scarsamente trasparenti e insidiose per soci e terzi³⁰¹.

Il contratto sottoscritto (o l'attuazione di comportamenti parimenti concludenti) che dovesse avere ad oggetto un finanziamento con le caratteristiche di cui all'art. 2358 co. 1, a favore di soci o terzi, sembra doversi colpire con la sanzione della nullità, ritenendosi configurabile in questo caso una fattispecie prevista dalla legge di *motivo illecito comune e determinante* ai sensi dell'art. 1345 c.c.³⁰². La mancata previsione dell'estensione del divieto di cui al comma 1 ai casi di finanziamento c.d. *indiretto*, effettuabile cioè per tramite di interposta persona o di società fiduciaria, non sembra necessariamente deporre a favore della legittimità di una siffatta costruzione³⁰³: si ripresenterebbero infatti anche in questa fattispecie gli elementi della *finalità* di agevolazione nell'acquisto o sottoscrizione di azioni, e dell'*apertura* di credito da parte della società (poco importa se il destinatario non sia anche beneficiario dell'agevolazione). La nullità è prevista anche per i contratti (da reputarsi in frode alla legge, *ex art. 1344 c.c.*) conclusi in violazione del comma 2: in tal caso però non sembrano sanzionabili i casi in cui l'acquisto avvenga *ex lege* o sia l'esito di una vicenda acquisitiva più complessa, in quanto il dato letterale della norma fa riferimento all'*accettazione* in garanzia, ossia una «manifestazione di volontà negoziale che sia volta all'acquisto del pegno»³⁰⁴.

La suddetta norma viene però derogata nei casi in cui le operazioni sulle proprie azioni siano finalizzate a favorire l'acquisto delle medesime da parte di dipendenti della società o di società ad essa legate tramite un rapporto di controllo (art. 2358 co. 3)³⁰⁵. Questa specifica previsione derogatoria è stata mutuata dall'art. 23, paragrafo 2, della direttiva comunitaria 77/91/CEE: in questi casi alla società è consentito sia accettare in garanzia sia finanziare l'acquisto e la sottoscrizione di azioni proprie con la finalità di favorire l'azionariato dei dipendenti³⁰⁶, con lo scopo di «irrobustire i vincoli arricchendo

³⁰¹ Così I. MENGHI, *op. cit.*, 114.

³⁰² Così F. CARBONETTI, *op. cit.*, 179.

³⁰³ In questo senso F. CARBONETTI, *op. cit.*, 179 ss.

³⁰⁴ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 184.

³⁰⁵ Deroga ispirata a «ragioni di carattere sociale» come si evince dalla *Relazione al d.p.r. 30/1986*, in *Rivista delle società*, 1986, 286.

³⁰⁶ Fenomeno in rapida crescita negli anni Ottanta, come confermato da L. GUAGLIANONE, *Azionariato dei dipendenti e governo di impresa*, in *Diritto delle Relazioni Industriali*, 2002, 272.

i rapporti oltre quelli di mero lavoro, in una sorta di coinvolgimento partecipativo»³⁰⁷. La deroga è in ogni caso condizionata alla presenza di utili distribuibili e riserve disponibili almeno pari alle somme impiegate e alle garanzie prestate, venendo così salvaguardata integrità del capitale sociale³⁰⁸.

2.4.8 Segue: le sanzioni penali

Rispetto al previgente testo dell'art. 2630 c.c.³⁰⁹ il d.p.r. 30/1986 inserisce due nuove previsioni ai nn. 2 e 4: nel primo caso vengono ora previsti come delitti (e perciò sanzionati con multa e reclusione) le violazioni degli artt. 2357 co. 1, 2358, 2359-bis co. 1, 2360, 2483 e 2522 c.c.; nel secondo si introducono, parimenti come delitti, ipotesi «in un certo senso accessorie»³¹⁰ di violazione di ulteriori doveri da parte degli amministratori in tema di azioni proprie: artt. 2357 co. 2, 3, 4, 2357-bis co. 2, 2357-ter co. 2, 3 c.c.

³⁰⁷ Così F. LIZZA, *L'acquisto di azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1983, 85.

³⁰⁸ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 190.

³⁰⁹ Art. 2630 c.c. – Violazione di obblighi incumbenti agli amministratori: «Sono puniti con la reclusione da sei mesi a tre anni e con la multa da L. 80.000 a L. 400.000 gli amministratori, che:
1) emettono azioni o attribuiscono quote per somma minore del loro valore nominale, ovvero emettono nuove azioni o attribuiscono nuove quote prima che quelle sottoscritte precedentemente siano interamente liberate
2) violano le disposizioni degli artt. 2357 e 2358 o quelle degli artt. 2483 e 2522 o le disposizioni degli artt. 2359 e 2360;
3) influiscono sulla formazione della maggioranza dell'assemblea, valendosi di azioni o di quote non collocate o facendo esercitare sotto altro nome il diritto di voto spettante alle proprie azioni o quote, ovvero usando altri mezzi illeciti.

Sono puniti con la reclusione fino a un anno e con la multa da L. 40.000 a L. 400.000 gli amministratori, che:

- 1) percepiscono compensi o partecipazioni in violazione dell'art. 2389;
- 2) omettono di convocare, nei termini prescritti dalla legge, l'assemblea dei soci nei casi previsti dagli artt. 2367 e 2446;
- 3) assumono per conto della società partecipazioni in altre imprese, che, per la misura e per l'oggetto, importano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato dall'atto costitutivo».

³¹⁰ G. M. FLICK, *Il D.P.R. n. 30/1986: profili e interrogativi penali*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 392.

2.4.9 I provvedimenti dei primi anni Novanta

Con il d.lgs. 16 gennaio 1991, n. 22 il Legislatore ha inteso recepire i contenuti della III e IV direttiva CEE in materia di fusioni e scissioni, introducendo una nuova disposizione che disciplinasse la fattispecie dell'assegnazione di azioni proprie a seguito di fusione. L'art. 2504-ter³¹¹ c.c. così introdotto stabilisce il divieto per una società che partecipi ad una fusione, di vedersi assegnate in corrispondenza di azioni proprie detenute in portafoglio, azioni della società incorporante o risultante dalla fusione. Questo divieto a ben vedere si basa sulla considerazione che il calcolo del concambio (che determina l'ammontare delle azioni della società neocostituita o incorporante spettante in capo ai soci della società che si estingue) non dovrebbe tenere conto del cespite patrimoniale costituito dalla voce *Azioni proprie in portafoglio*: il relativo valore è infatti nullo in prossimità della fusione a causa dell'impossibilità per la società emittente di smobilizzare l'investimento e di valorizzarlo³¹². Da questa considerazione si evince dunque che i titoli (destinati all'annullamento), essendo privi di valore, non costituiscono di per sé un apporto al patrimonio risultante post-fusione e non debbano trovare un corrispettivo nell'assegnazione di azioni della società incorporante (o risultante dalla fusione); e che il suddetto divieto si propone di condurre alla determinazione di un equo rapporto di concambio (che altrimenti avvantaggerebbe ingiustamente i vecchi soci della società che deteneva azioni proprie) e di impedire un annacquamento del patrimonio post-fusione³¹³. Secondo una diversa interpretazione³¹⁴ il divieto discenderebbe direttamente dalla natura non patrimoniale della riserva azioni

³¹¹ Art. 2504-ter - Divieto di assegnazione di azioni o quote: «La società che risulta dalla fusione non può assegnare azioni o quote in sostituzione di quelle delle società partecipanti alla fusione possedute, anche per il tramite di società fiduciarie o di interposta persona, dalle società medesime.

La società incorporante non può assegnare azioni o quote in sostituzione di quelle delle società incorporate possedute, anche per il tramite di società fiduciaria o di interposta persona, dalle incorporate medesime o dalla società incorporante.

³¹² Così V. SFORZA, *Una lettura economico-aziendale del divieto concambio delle azioni proprie detenute da società incorporate o fuse ai sensi dell'art. 2504-ter Cod. Civ.*, in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 1999, 7-8, 404: «L'estinzione della società incorporata a seguito della fusione fa venire meno anche la sua capacità di trasformare le azioni proprie in denaro, comportando, per ciò stesso, impossibilità di riconoscere un valore a quei titoli».

³¹³ V. SFORZA, *op. cit.*, 405.

³¹⁴ G. DE PETRA, *Azioni proprie e diritto di concambio nel d.lgs. 22/1991 e adeguamento alla III direttiva Cee in materia di fusioni societarie*, in *Rivista diritto commerciale*, 1992, I, 219.

proprie che, se rappresentasse «un fondo di valori positivi effettivamente esistente, non si vede perché i soci non dovrebbero godere delle corrispondenti partecipazioni»³¹⁵.

Secondo una diversa interpretazione invece il fine sarebbe quello di realizzare una «sterilizzazione» delle azioni proprie impedendo il protrarsi di nuovi possessi di azioni proprie, ovvero prevedere un divieto coerente con il divieto di sottoscrizione³¹⁶.

La legge 18 febbraio 1992, n. 149 costituisce la prima «disciplina speciale organica per le offerte pubbliche di valori mobiliari»³¹⁷ introdotta in Italia; essa ha tangenzialmente modificato anche la disciplina sulle azioni proprie, prevedendo dei limiti più stringenti al fenomeno delle partecipazioni reciproche e disponendo che le società quotate effettuino gli acquisti di azioni proprie in borsa.

L'art. 12³¹⁸ della l. 149/1992 ha introdotto con riferimento alle società con azioni quotate in borsa delle disposizioni integrative a quelle ordinariamente previste dal Codice Civile in materia di acquisto di azioni proprie. Il contenuto dell'art. 12 è stato poi sostanzialmente riportato nell'art. 132 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 che nella sua formulazione originale³¹⁹ prevede il rispetto del principio della parità di trattamento degli azionisti.

³¹⁵ G. DE PETRA, *op. cit.*, 227.

³¹⁶ L. ARDIZZONE, *Le azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie*, in *Rivista delle società*, 2008, 1170.

³¹⁷ M. BAGLIONI, *Le offerte pubbliche di azioni e l'opa obbligatoria. Il commento*, in *Il corriere giuridico*, 1992, 2, 357.

³¹⁸ Art. 12 l. 18 febbraio 1992, n. 149: «1. Gli acquisti di azioni proprie, operati ai sensi dell'articolo 2357 e dell'articolo 2357-bis, primo comma, n. 1), del codice civile, dalle società le cui azioni sono quotate in borsa, devono essere effettuati in borsa alla chiamata di chiusura.

2. La disposizione di cui al comma 1 si applica anche agli acquisti di azioni quotate in borsa effettuati ai sensi dell'articolo 2359-bis del codice civile da parte di una società controllata.

3. Per la violazione delle disposizioni di cui ai commi 1 e 2 si applicano le pene previste dall'articolo 2630, primo comma, del codice civile.

4. Le disposizioni dei commi 1 e 2 non si applicano agli acquisti di azioni proprie o della società controllante possedute da dipendenti della società emittente e ai medesimi assegnate a norma dell'articolo 2349 del codice civile o da essi sottoscritte a norma dell'ultimo comma dell'articolo 2441 dello stesso codice.

5. All'articolo 4, primo comma, n. 2), del citato decreto-legge n. 95 del 1974, convertito, con modificazioni, dalla citata legge n. 216 del 1974, e successive modificazioni e integrazioni, sono aggiunte le seguenti parole: "nonché, nel medesimo termine, le proposte di autorizzazione all'acquisto o all'alienazione di azioni proprie"».

³¹⁹ Art. 132 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58: «1. Gli acquisti di azioni proprie, operati ai sensi degli articoli 2357 e 2357-bis, primo comma, n. 1, del codice civile, da società con azioni quotate,

Con l'art. 11 invece si sono regolate le ipotesi di cui art. 5, 5-bis e 5-ter d.l. 8 aprile 1974, n. 95 sull'acquisto reciproco di azioni (già disciplinato con l. 7 giugno 1974, n. 216) che intervenga tra due società quando almeno una di esse abbia azioni quotate.

La disciplina delle azioni «di gruppo» è stata poi innovata con l'introduzione della direttiva comunitaria 92/101/CEE del 23 novembre 1992 (che ha modificato, integrandola, la direttiva 77/91/CEE) recepita dal Legislatore italiano con d.lgs. 2 maggio 1994, n. 315. In questa sede è stata regolata le fattispecie di acquisto, detenzione e sottoscrizione di azioni emesse da una società da parte di una sua controllata³²⁰, estendendo i limiti imposti all'acquisto di azioni proprie anche in queste situazioni in cui è legittimo sospettare che «l'autonomia decisionale delle società controllate sia di fatto condizionata dalla società controllante»³²¹.

Non essendo le previsioni già esistenti nell'art. 2359-bis c.c. sufficienti ad esaurire gli scopi perseguiti dalla direttiva, con il d.lgs. 315/1994 sono stati introdotti *ex novo* gli artt. 2359-ter – 2359-quinquies c.c. e sono stati modificati gli artt. 2357³²², 2359-bis, 2630, 2630-bis c.c. E' stato in questo modo disposto che il superamento dei divieti connessi è sanzionato, in prima approssimazione, con l'obbligo di alienazione (o in mancanza, dell'annullamento) delle azioni o quote della controllante detenute oltre i

devono essere effettuati per il tramite di offerta pubblica di acquisto o di scambio ovvero sul mercato, secondo modalità concordate con la società di gestione del mercato in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti.

2. Il comma 1 si applica anche agli acquisti di azioni quotate effettuati ai sensi dell'articolo 2359-bis del codice civile da parte di una società controllata.

3. I commi 1 e 2 non si applicano agli acquisti di azioni proprie o della società controllante possedute da dipendenti della società emittente, di società controllate o della società controllante e assegnate o sottoscritte a norma degli articoli 2349 e 2441, ottavo comma, del codice civile».

³²⁰ E in questo senso il Legislatore italiano ha ancorato la nozione di controllo ad un concetto di gruppo *verticale*, riferendosi alla relazione «che si instaura tra una società quella, ovvero quelle, sottoposte al controllo della prima, nonché quella o quelle, che vengono controllate dalla società a sua volta controllata»: così A. ARRIGONI, *Le azioni proprie divengono "di gruppo"*, in *Contratti*, 1994, 458.

³²¹ G. CARCANO, *Acquisto di azioni proprie come tecnica di difesa dalle scalate: la CEE rafforza il divieto*, in *Rivista delle società*, 1992, 1310.

³²² Il cui terzo comma è divenuto: «In nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale, *tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate*» (corsivo aggiunto).

limiti di cui all'art. 2359-bis; alcune particolarità meritano tuttavia di essere brevemente citate per la loro deviazione dallo schema tradizionale delle sanzioni.

L'art. 2359-ter co. 2 c.c. dispone infatti che in caso di violazione dei limiti posti dall'articolo precedente, si debba procedere alla loro alienazione entro il termine di un anno, scaduto il quale diviene necessario procedere «senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale, con un rimborso secondo i criteri indicati dall'art. 2437»: in questo caso infatti un mero annullamento sarebbe stato lesivo nei confronti del patrimonio della società controllata, che aveva investito nell'acquisto una parte delle sue disponibilità liquide; il meccanismo di rimborso è stato inoltre ancorato al criterio del costo³²³, in modo da impedire la realizzazione di intenti speculativi.

La sanzione dell'art. 2359-quinquies c.c.³²⁴ comma secondo si discosta dalla previsione comunitaria (che imponeva l'obbligo di riacquistare le azioni) e prevede di considerare la sottoscrizione delle azioni della controllante come effettuata in nome proprio dagli amministratori: in tal modo si è voluto tutelare l'integrità del capitale sociale mediante una limitazione al potere di rappresentanza degli amministratori, loro affidato dalla legge e dallo statuto³²⁵.

2.5 La riforma societaria del 2003

La disciplina delle azioni proprie è stata solo tangenzialmente modificata dal d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 con cui si è provveduto ad una «riforma organica delle società di capitali e società cooperative». Le innovazioni più significative³²⁶ hanno investito l'art.

³²³ Che, come ben osserva Arrigoni: «Il valore dei titoli da annullare mediante riscatto... viene per così dire “cristallizzato” e bloccato al prezzo di costo dei medesimi»; A. ARRIGONI, *op. cit.*, 459.

³²⁴ Art. 2359-quinquies - Sottoscrizione di azioni o quote della società controllante: «La società controllata non può sottoscrivere azioni o quote della società controllante.

Le azioni o quote sottoscritte in violazione del comma precedente si intendono sottoscritte e devono essere liberate dagli amministratori, che non dimostrino di essere esenti da colpa.

Chiunque abbia sottoscritto il nome proprio, ma per conto della società controllata, azioni o quote della società controllante è considerato a tutti gli effetti sottoscrittore per conto proprio. Della liberazione delle azioni o quote rispondono solidalmente gli amministratori della società controllata che non dimostrino di essere esenti da colpa».

³²⁵ A. ARRIGONI, *op. cit.*, 460.

³²⁶ Meritano solo una breve citazione le modifiche apportate agli artt. 2357-bis e 2357-quater c.c.: nel primo caso la disciplina derogatoria prevista per gli acquisti di azioni proprie avvenuta

2357-ter c.c.: al comma 1 è stato aggiunto questo secondo periodo: «A tal fine possono essere previste, nei limiti stabiliti dal primo e secondo comma dell'articolo 2357, operazioni successive di acquisto ed alienazione». Il Legislatore ha così consacrato la legittimità di una «pluralità di negozi di acquisto ... e di alienazione ... compiuti in via ripetuta e successiva su base rotativa»³²⁷ contenuti in un'unica deliberazione assembleare (della durata massima di diciotto mesi, in linea con quanto previsto dall'art. 2357 co. 2 c.c.). Sulla legittimità del *trading* era intervenuto contemporaneamente anche il Legislatore comunitario con la direttiva 2003/6/CEE del 28 gennaio 2003 per la disciplina degli abusi e manipolazioni di mercato: è stata in tal modo sancita la piena legittimità sotto il profilo economico delle operazioni di «stabilizzazione degli strumenti finanziari o il commercio in azioni proprie o in programmi di riacquisto»³²⁸, confermata dall'esenzione prevista dall'art. 8³²⁹ della medesima direttiva.

Un'ulteriore novità ha investito la facoltà di sottoscrivere proprie azioni, considerato da alcuni «strumento di desiderabile incremento della flessibilità di gestione finanziaria»³³⁰: il secondo comma dell'art. 2357-ter c.c. introduce la possibilità di assegnare alle azioni proprie il diritto di opzione, qualora la società disponga: «Finché le azioni restano in proprietà della società, il diritto agli utili e il diritto di opzione sono

in occasione di successione universale o fusione è stata estesa anche alla scissione; nel secondo caso l'*incipit* dell'art. 2357-quater è stato integrato per tenere conto della possibilità (introdotta proprio con d.lgs. 6/2003) che la società sottoscriva azioni proprie esercitando il diritto d'opzione di cui all'art. 2357-ter comma 2 novellato. Sono state inoltre introdotte nuove disposizioni che «toccano direttamente il tema delle azioni proprie per individuarne alcune ipotesi particolari», come gli artt. 2437-quater (sull'acquisto dal socio recedente), 2437-sexies (sul riscatto delle azioni) e 2355 c.c. (sull'acquisto di azioni proprie in presenza di clausola di gradimento o limitazioni al trasferimento *mortis causa*, come osservato da M. BIONE, *Sub. artt. 2357-2358*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Nicolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, 352.

³²⁷ L. ARDIZZONE, *L'informazione al mercato nel «trading» di azioni proprie*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2013, 1 289.

³²⁸ Trentatreesimo *considerando* della direttiva 2003/6/CEE del 28 gennaio 2003.

³²⁹ Art. 8: «I divieti imposti dalla presente direttiva non si applicano né alle negoziazioni di azioni proprie effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto di azioni proprie né alle operazioni di stabilizzazione di uno strumento finanziario, a condizione che tali negoziazioni si svolgano in conformità delle disposizioni di applicazione adottate secondo la procedura di cui all'articolo 17, paragrafo 2».

³³⁰ S. A. CERRATO, *Le azioni proprie tra diritto interno riformato e prospettive comunitarie*, in *Rivista delle società*, 2004, 439.

attribuiti proporzionalmente alle altre azioni; l'assemblea può tuttavia, alle condizioni previste dal primo e secondo comma dell'articolo 2357, autorizzare l'esercizio totale o parziale del diritto di opzione (...)). Viene dunque consentita per questa via la sottoscrizione di azioni proprie (per la quale era previsto un divieto assoluto nella disciplina nazionale previgente³³¹ e quella comunitaria³³²), che resta dunque preclusa solo «nelle ipotesi in cui la società non possieda azioni proprie ed intenda sottoscrivere un proprio aumento di capitale»³³³; anche l'esercizio del diritto d'opzione deve però esercitarsi nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili e deve risultare rispettato anche all'esito della sottoscrizione il limite del decimo del capitale³³⁴.

Un'ulteriore deroga rispetto alle condizioni di cui art. 2357 co. 3 c.c. è stata prevista con il rinnovamento della disciplina in tema di procedimento di liquidazione³³⁵: è stato infatti previsto che la società debba acquistare le azioni del socio recedente anche in deroga alle regole ordinarie qualora le azioni del socio recedente rimangano inoplate dagli altri soci e gli amministratori non siano riusciti a collocarle presso terzi; questa disposizione, enunciata a garanzia dell'effettività del diritto di recesso del socio, fa infatti

³³¹ Mentre ora l'*incipit* dell'art. 2357-quater recita: «Salvo quanto previsto dall'articolo 2357-ter, comma secondo, la società non può sottoscrivere azioni proprie (...)).».

³³² La citata contrarietà di una tale disposizione al rigoroso divieto di sottoscrizione sancito dall'art. 18 della Seconda direttiva obbligherebbe il giudice in sede di impugnazione a dover disapplicare la norma nazionale: in questo senso S. A. CERRATO, *op. cit.*, 439 e O. CAGNASSO, *Le operazioni sulle proprie azioni*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di CAGNASSO – PANZANI, Bologna, 2010, 444. *Contra* A. ANTONUCCI, *La disciplina della detenzione di azioni proprie*, in *Problemi in tema di formazione del capitale e operazioni sulle azioni proprie*, a cura di A. Patroni Griffi – L. Buttaro, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 1993, 150 (nota n. 28) che non esclude che l'attribuzione del diritto d'opzione sia contrario allo spirito della direttiva: il mancato esplicito collegamento tra gli artt. 18 (divieto di sottoscrizione) e 22, paragrafo 2, lett. a) (che prevede «in ogni caso» la sospensione del solo diritto di voto) potrebbe lasciare spazio all'attribuibilità del diritto di opzione alla società, la quale sarebbe solo interdetta dall'esercitarlo.

³³³ Così G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *Riflessioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista del notariato*, 2009, III, 800.

³³⁴ A tal proposito gli amministratori devono prestare particolare attenzione alle previsioni di adesione al programma di sottoscrizione: se infatti «è prevista la scindibilità dell'aumento di capitale ... l'operazione potrebbe comportare il superamento della soglia del dieci per cento qualora l'aumento non venga sottoscritto per intero»: così G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *Riflessioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista del notariato*, 2009, III, 799.

³³⁵ Art. 2537-quater co. 5 c.c.: «In caso di mancato collocamento ai sensi delle disposizioni dei commi precedenti, le azioni del precedente vengono rimborsate mediante acquisto da parte della società utilizzando riserve disponibili anche in deroga a quanto previsto dal terzo comma dell'articolo 2357».

riferimento ad una situazione di necessità nella quale non è ravvisabile un pericolo di (premeditata) compromissione dell'integrità del capitale sociale e la deroga prevista appare pertanto giustificata.

E' stata infine inserita tra le deroghe previste dall'art. 2357-bis c.c. l'acquisto di azioni proprie avvenuto a seguito di scissione (accanto ai casi di successione universale e fusione).

2.6 La direttiva comunitaria del 2006

La direttiva 2006/68/CEE del 6 settembre 2006 ha modificato il testo della seconda direttiva in materia societaria 1977/91/CEE introducendo importanti innovazioni in tema di conferimenti non in contanti, azioni proprie e assistenza finanziaria. L'innovazione in materia di azioni proprie³³⁶ è stata stimolata dall'esigenza di «accrescere la flessibilità e (...) ridurre gli oneri amministrativi a carico delle società, le quali devono poter reagire rapidamente agli sviluppi del mercato che incidano sul prezzo delle loro azioni» nonché di «rafforzarne la flessibilità con riguardo ai cambiamenti nella struttura proprietaria»³³⁷.

Sono stati in questa sede modificati i paragrafi n. 1 degli artt. 19 e 23 ed è stato introdotto *ex novo* l'art. 23-bis in materia di altre operazioni sulle proprie azioni con parti correlate, modifiche che testimoniano il «minor sfavore mostrato dal legislatore sovranazionale nei confronti delle operazioni sulle azioni proprie»³³⁸.

Le principali innovazioni che hanno investito l'art. 19³³⁹ (alcune delle quali sono state condivise dal gruppo di lavoro SLIM³⁴⁰, dal gruppo di esperti HLG³⁴¹ e dalla Commissione³⁴²) sono:

³³⁶ Tesa, secondo N. ABRIANI, *Il capitale sociale dopo la "nuova" seconda direttiva e d.lg. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. «semplificazione» della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2009, 245 ss., ad avvicinare gli ordinamenti societari europei a quelli nordamericani alleggerendo l'impostazione restrittiva della seconda direttiva originaria.

³³⁷ Quarto e quinto *considerando* della direttiva 2006/68/CEE del 6 settembre 2006.

³³⁸ E. CERVIO, *Passa il diritto di acquisto di azioni proprie*, in *Guida al diritto*, 2008, 91.

³³⁹ Art. 1 n. 4 direttiva 2006/68 CEE: «All'articolo 19, il paragrafo 1 è sostituito dal seguente: "Fatti salvi il principio della parità di trattamento di tutti gli azionisti che si trovano in condizioni identiche, e la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di

- a. l'esplicitazione del principio di parità di trattamento tra gli azionisti;
- b. l'eliminazione del limite del decimo del capitale imposto per l'acquisto e detenzione delle azioni proprie;
- c. l'estensione dell'orizzonte temporale di validità della autorizzazione assembleare, che passa da diciotto mesi a cinque anni.

Accanto a queste modifiche, che verranno recepite da tutti gli Stati membri, il Legislatore comunitario prevede poi un'elencazione di altre condizioni che potranno essere facoltativamente disposte dai singoli Stati come limite all'acquisto di azioni proprie, come ad esempio: la possibilità che l'ammontare e i termini dell'operazione d'acquisto risultino direttamente dall'atto costitutivo o dallo statuto, la possibilità che gli Stati membri reintroducano un limite quantitativo alle azioni da acquistare in ogni caso non inferiore al limite del 10% del capitale sociale (appena abrogato), l'introduzione di obblighi di informazione e pubblicità supplementari,

La modifica della disposizione riguardante l'assistenza finanziaria³⁴³ invece sembra costituire un mutamento d'impostazione nella considerazione che il Legislatore ha di

mercato), lo Stato membro può autorizzare una società ad acquisire azioni proprie, o direttamente o tramite una persona che agisca in nome proprio ma per conto di tale società. Nella misura in cui tali acquisizioni sono autorizzate, gli Stati membri le subordinano alle seguenti condizioni:

- a) l'autorizzazione è accordata dall'assemblea, che ne determina modalità e condizioni, in particolare il numero massimo di azioni da acquisire, il periodo per cui è accordata l'autorizzazione, la cui durata massima sarà determinata dalla legislazione nazionale ma che, in ogni caso, non può essere superiore a 5 anni e, in caso di acquisizione a titolo oneroso, il corrispettivo minimo e il corrispettivo massimo. I membri dell'organo di amministrazione o di direzione si assicurano che, per ogni acquisizione autorizzata, siano rispettate le condizioni di cui alle lettere b) e c);
- b) le acquisizioni, ivi comprese le azioni acquisite in precedenza dalla società e detenute nel suo portafoglio, nonché le azioni acquisite da una persona che agisca in nome proprio ma per conto della società non possono avere l'effetto di diminuire l'attivo netto al di sotto dell'importo di cui all'articolo 15, paragrafo 1, lettere a) e b);
- c) l'operazione può riguardare soltanto azioni interamente liberate.

Gli Stati membri possono inoltre subordinare le acquisizioni di cui al primo comma ad una delle seguenti condizioni: (...)"».

³⁴⁰ Acronimo di *Simpler Legislation for Internal Markets*.

³⁴¹ Acronimo di *High Level Group of Company Law Experts*.

³⁴² Che si è espressa nel *Piano di azione della commissione per il rafforzamento della corporate governance e l'ammmodernamento del diritto societario nell'Unione Europea* comunicato al Parlamento europeo il 21 maggio 2003.

³⁴³ Art. 1 n. 6 direttiva 2006/68 CEE: «All'articolo 23, il paragrafo 1 è sostituito dal seguente:

questo strumento³⁴⁴, che viene ora considerato come uno strumento di flessibilità che può essere utilizzato nel rispetto di limiti che tutelino l'interesse di azionisti e terzi. Viene così infranto il dogma del divieto di assistenza finanziaria, seppur alle condizioni previste dal nuovo testo dell'art. 23 paragrafo 1³⁴⁵:

- a. tutte le operazioni sono sottoposte alla responsabilità dell'organo amministrativo o direttivo;
- b. l'assistenza deve essere prestata a condizioni di mercato eque;
- c. è necessario valutare attentamente il merito di credito del terzo (o delle controparti);
- d. l'operazione deve essere autorizzata dall'assemblea da una maggioranza di almeno 2/3;

“Qualora uno Stato membro permetta a una società di anticipare fondi, accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisizione delle sue azioni da parte di un terzo, direttamente o indirettamente, esso subordina tali operazioni alle condizioni enunciate al secondo, terzo, quarto e quinto comma.

Le operazioni hanno luogo sotto la responsabilità dell'organo di amministrazione o di direzione, a condizioni di mercato eque, in particolare per quanto riguarda gli interessi pagati e le garanzie prestate alla società per i prestiti o l'anticipo di fondi di cui al primo comma. Il merito di credito del terzo o, in caso di transazioni multilaterali, di ciascuna controparte, deve essere stato debitamente valutato.

L'organo di amministrazione o di direzione sottopone l'operazione all'autorizzazione preventiva dell'assemblea, la quale delibera secondo le regole in materia di numero legale e di maggioranza di cui all'articolo 40. L'organo di amministrazione o di direzione presenta all'assemblea una relazione scritta illustrando le ragioni dell'operazione, l'interesse che l'operazione presenta per la società, le condizioni dell'operazione, i rischi che essa comporta per la liquidità e la solvibilità della società e il prezzo al quale il terzo acquisirà le azioni. La relazione viene trasmessa al registro per la successiva pubblicazione ai sensi dell'articolo 3 della direttiva 68/151/CEE.

L'importo complessivo dell'assistenza finanziaria prestata ai terzi non comporta mai una riduzione dell'attivo netto della società al di sotto dell'importo di cui all'articolo 15, paragrafo 1, lettere a) e b), tenuto conto anche dell'eventuale riduzione dell'attivo netto derivante dall'acquisto, da parte della società o per conto della stessa, di azioni proprie conformemente all'articolo 19, paragrafo 1. La società iscrive nel passivo del bilancio una riserva indisponibile pari all'importo complessivo dell'assistenza finanziaria.

Qualora un terzo, usufruendo dell'assistenza finanziaria della società acquisti da essa azioni proprie di cui all'articolo 19, paragrafo 1, ovvero sottoscriva azioni emesse nel quadro di un aumento del capitale sottoscritto, tale acquisizione o tale sottoscrizione sono realizzate ad un giusto prezzo”».

³⁴⁴ E. CERVIO, *Passa il diritto di acquisto di azioni proprie*, in *Guida al diritto*, 2008, 92.

³⁴⁵ G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger-leveraged buyout nella riforma societaria, con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in *Rivista del notariato*, 2008, 5, 1039.

- e. l'organo amministrativo è tenuto a redigere una relazione che informi sulle ragioni, gli interessi e i rischi che contraddistinguono l'operazione, nonché il prezzo di acquisto; è tenuto altresì a trasmetterne copia al registro delle imprese per la sua iscrizione;
- f. l'assistenza finanziaria non deve in nessun caso compromettere l'equilibrio patrimoniale della società riducendo l'attivo netto al di sotto dell'importo del capitale sottoscritto aumentato delle riserve che la legge non consente di distribuire;
- g. l'operazione dev'essere conclusa ad un prezzo di acquisto o sottoscrizione giusto;
- h. l'operazione comporta l'iscrizione in bilancio di una riserva indisponibile per lo stesso importo.

Le sopracitate condizioni sembrano quindi preservare «lo spirito della seconda direttiva» e funzionali a sottrarre «l'operazione alla discrezione degli amministratori»³⁴⁶ in modo da tutelare l'interesse della società e dei terzi. L'abbattimento del divieto di assistenza finanziaria apre anche le porte ad un importante strumento di finanza strategica, il *leveraged buyout*.

2.7 La traduzione nel d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142

Con l'art. 25 della «legge comunitaria 2007»³⁴⁷ il Legislatore si è avvalso della facoltà³⁴⁸ di recepire la direttiva 2006/68/CEE in materia di conferimenti in natura e crediti, acquisto di azioni proprie e prestazione di assistenza finanziaria.

³⁴⁶ V. SALAFIA, *Applicabilità dell'art. 2358 c.c. anche alle società di persone?*, in *Le Società*, 2007, 6 ss.

³⁴⁷ L. 25 febbraio 2008, n. 34, il cui art. 25 prevedeva un termine per l'emanazione del decreto delegato «particolarmente breve» come osservato da N. ABRIANI, *op. cit.*, 231.

³⁴⁸ Di facoltà trattandosi, atteso che l'unica disposizione di cui il Legislatore si attendeva il recepimento era quella riguardante l'introduzione di un sistema che permettesse ai creditori di ricorrere «al giudice o all'autorità amministrativa quando vi sia pericolo di pregiudizio dei loro diritti a seguito della riduzione del capitale di una società per azioni» (come si legge nel sesto *considerando* della direttiva 2006/68/CEE del 6 settembre 2006); disposizione che il Legislatore italiano ha ritenuto essere già implicitamente contenuta nell'art. 2445 c.c. Così N. DE LUCA, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2009, 427.

2.7.1. Sulla disciplina delle azioni proprie

Per quanto attiene al secondo profilo, la modifica più significativa ha investito il comma terzo dell'art. 2357 c.c., che è stato sostituito dal seguente: «Il valore nominale delle azioni acquistate a norma del primo e secondo comma *dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio* non può eccedere la decima parte del capitale sociale...»: il limite dunque introdotto con d.p.r. 30/1986 e originariamente previsto nella direttiva 77/91/CEE per il rapporto tra i valori nominali delle azioni proprie e del capitale sociale, opera ora solo a carico delle società che fanno ricorso al capitale di rischio (c.d. società *aperte*) mentre nessun limite viene disposto per le altre s.p.a. Il Legislatore ha così reso meno restrittive le disposizioni a favore della larga maggioranza delle società per azioni italiane, le quali sono tenute dunque ad osservare nell'acquisto di azioni proprie solo i limiti previsti dal comma 1, rimasto invariato (autorizzazione assembleare, impiego di utili e riserve disponibili, acquisto di azioni interamente liberate). A ben vedere il Legislatore italiano ha recepito con cautela³⁴⁹ solo alcune delle modifiche apportate alla direttiva 77/91/CEE, dal momento che esse prevedevano anche l'eliminazione del limite del decimo del capitale a favore di *tutte* le società e l'estensione della durata dell'autorizzazione assembleare (fino a 5 anni)³⁵⁰.

Il risultato di questa innovazione è che ora le società *chiuse* possono acquistare azioni proprie senza alcun limite quantitativo³⁵¹, ponendosi (secondo un'originale interpretazione dottrinale³⁵²), in una posizione intermedia come al centro di una clessidra, di cui la s.r.l. e la s.p.a. *aperta* costituiscono le due estremità.

³⁴⁹ Cautela contestata però da Confindustria, la quale ha criticato la scelta operata dal Legislatore rimproverandoGli di non aver sfruttato «pienamente le possibilità offerte dalla direttiva», come si legge in CONFINDUSTRIA, *Schema di decreto legislativo per l'attuazione della Direttiva 2006/68/CE, che modifica la Direttiva 77/91/CE sulla costituzione delle società per azioni e sulla salvaguardia e modificazioni del loro capitale sociale. Osservazioni di Confindustria*, 30 maggio 2008, in www.confindustria.it, 9.

³⁵⁰ Art. 19 paragrafo 1 della direttiva 77/91/CEE così come modificato dalla direttiva 2006/68/CEE.

³⁵¹ Salve poi le limitazioni discendenti dal richiamo all'art. 15 della direttiva di cui fra poco diremo.

³⁵² N. ABRIANI, *op.cit.*, 248.

Se le cautele del Legislatore nazionale verso le società che ricorrono al mercato del capitale di rischio³⁵³ sembrano giustificate dal rischio di manipolazioni di mercato³⁵⁴, la persistenza del divieto a carico delle s.r.l. sembra lasciare incompiuto un progetto di liberalizzazione che avrebbe dovuto assumere più ampio respiro³⁵⁵. La ragione della concessione di ampia autonomia alla società per azioni che non ricorra al mercato del capitale di rischio, non essendo riconducibile a necessità difensive da Offerte Pubbliche d'Acquisto ostili o di sostegno ai corsi azionari, sembrerebbe a prima vista rispondere all'esigenza di permettere un più agevole disinvestimento della partecipazione societaria³⁵⁶: ma ciò non spiegherebbe la persistenza dell'esclusione dal beneficio dell'acquisto di azioni proprie della società a responsabilità limitata.

L'eliminazione di qualsivoglia vincolo quantitativo per l'acquisto di azioni proprie da parte di alcune s.p.a. rende attuale il fenomeno della c.d. *antropofagia societaria*, ipotesi nella quale la società, a seguito di un siffatto acquisto, divenga la sola socia di sé

³⁵³ Di cui art. 2325-bis c.c., che non sono necessariamente società *quotate*, come osservato da P. BONAZZA – G. BONAZZA, *Acquisto di azioni proprie dalle norme Ue al codice civile*, in *Diritto e pratica delle società*, 2010, 7, 41.

³⁵⁴ N. ABRIANI, *op. cit.*, 248 e N. DE LUCA, *op. cit.*, 447, che ricorda come l'apertura dell'ordinamento italiano al *trading* non consente in ogni caso di utilizzarlo come strumento per impedire «la contendibilità della società nel cercato del controllo». *Contra* G. BONAZZA – P. BONAZZA, *op. cit.*, 38: essi in primo luogo sostengono che vi sia identità tra gli interessi (che necessitano quindi una equivalente tutela) di cui sono portatori creditori e terzi sia nelle società che ricorrono al mercato del capitale di rischio sia in quelle che non vi fanno ricorso, circostanza da cui discenderebbe l'assenza di *ratio legis* per il limite del 10% riservato ad una sola di esse; in secondo luogo osservano che il limite quantitativo assolverebbe ad una funzione ben più cruciale proprio nelle società che si trovano ora più "libere", dal momento che «sono soggette a regimi di trasparenza meno intensa».

³⁵⁵ Di «coraggio a metà» parla N. DE LUCA, *op. cit.*, 448. Anche M. S. SPOLIDORO, *Attuazione della dir. 2006/68/Ce su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, 65 scrive che «le esigenze di semplificazione cui rispondono le nuove norme» valgono anche per le s.r.l. Concorde anche M. STELLA RICHTER jr., *Novo e novissimo regime dell'acquisto delle proprie azioni*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011, 817.

³⁵⁶ N. DE LUCA, *op. cit.*, 449 che evidenzia come l'acquisto di azioni proprie potrebbe, dopo la riforma del d.lgs. 142/2008 soccorrere alle esigenze di liquidazione della partecipazione del socio recedente; esigenza che però sembra già soddisfatta dalle vigenti norme che presiedono all'istituto del recesso, esercitabile anche *ad nuntum*. Di finalità di disinvestimento parlano anche N. ABRIANI, *op. cit.*, 248, A. DENTAMARO, *Le azioni*, in AA. VV., *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino – G. Bonfante – O. Cagnasso – P. Montalenti, Torino, 2009, 214 e M. S. SPOLIDORO, *op. cit.*, 74.

stessa³⁵⁷: questa eventualità perde però gran parte del suo fascino considerando che la sospensione del diritto di voto relativo alle azioni proprie impedirebbe l'assunzione delle deliberazioni essenziali e condurrebbe allo scioglimento della società³⁵⁸.

La constatazione che alle società che non ricorrono al mercato del capitale di rischio siano ora concessi illimitati acquisti di azioni proprie (con i soli limiti di cui art. 2357 co. 1 c.c.) risulta però alquanto imprecisa: secondo un'impostazione più rigorosa³⁵⁹ un limite dovrebbe essere riscontrato nel doveroso richiamo che l'art. 19 paragrafo 1 lett. *b*) della direttiva 77/91/CEE (anche nel testo modificato nel 2006) fa riguardo all'ammontare dell'attivo netto³⁶⁰, che non può in ogni caso ridursi al di sotto dell'ammontare del capitale sottoscritto aumentato delle riserve indisponibili (art. 15 paragrafi 1 e 2, lett. *a*) e *b*) della medesima direttiva): questo limite generale previsto dalla norma comunitaria deve essere quindi esteso³⁶¹ e non consentirebbe più di ravvisare nella modifica intervenuta al comma 3 dell'art. 2357 c.c. una portata «potenzialmente deflagrante»³⁶². Ben più stabile può invece apparire la situazione in cui le azioni della società siano spartite tra un soggetto e la società emittente stessa: in tal

³⁵⁷ E in tal caso pare lecito chiedersi chi sarebbe il soggetto destinatario dei proventi della liquidazione, come acutamente osservato da M. S. SPOLIDORO, *Attuazione della dir. 2006/68/Ce su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, 74; M. STELLA RICHTER jr., *op. cit.*, 819; DE LUCA, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2009, 453. Per l'analisi del rischio di una paralisi deliberativa conseguente all'acquisto della «quasi interezza» delle proprie azioni, si rimanda a R. MAGGI, *I limiti impliciti all'acquisto di azioni proprie*, in *Le Società*, 2013, 809 ss.

³⁵⁸ N. ABRIANI, *op. cit.*, 249 ss.; M. STELLA RICHTER jr., *op. cit.*, 818; N. DE LUCA, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2009, 453; M. S. SPOLIDORO, *op. cit.*, 74.

³⁵⁹ G. BONAZZA – P. BONAZZA, *op. cit.*, 42.

³⁶⁰ L'attivo netto considerato dalla direttiva è costituito dall'attivo immobilizzato netto, capitale circolante e la liquidità, dedotto il fondo di riserva acquisto azioni proprie: così P. BONAZZA – G. BONAZZA, *op. cit.*, 44.

³⁶¹ G. BONAZZA – P. BONAZZA, *op. cit.*, 43, che sostengono sussista un contrasto tra la limitazione assegnata dal Legislatore comunitario (a tutti gli acquisti di azioni proprie, e quindi anche quello effettuato dalla società *chiusa*) e l'assenza di limitazioni a beneficio della società *chiusa* evincibile dal modificato terzo comma dell'art. 2357 c.c.; contrasto che dev'essere sanato mediante disapplicazione della norma nazionale difforme al dettato comunitario.

³⁶² Così si esprime N. DE LUCA, *op. cit.*, 445.

caso, per quanto l'anomalia sia evidente, nulla impedirebbe all'unico socio munito di diritto di voto di governare la società³⁶³ in modo legittimo³⁶⁴.

Risulta peraltro quanto mai singolare che il Legislatore italiano non abbia espunto il limite del 10% dalla dizione dell'art. 2359-bis c.c., che continua a prevederlo per gli acquisti di azioni della società controllante da parte di una sua controllata³⁶⁵: se in passato risultava pacifico che all'identità dei limiti (identici e pari al del 10%) posti a carico dell'acquisto di azioni proprie da parte della società emittente e della sua controllata corrispondeva identità di *ratio*, ora la discrasia porta a due possibili interpretazioni: se si propende per la connessione tra le due disposizioni, allora con la modifica del comma 3 dell'art. 2357 c.c. deve considerarsi implicitamente abrogato anche il limite dell'art. 2359-bis; viceversa l'abolizione del limite di cui art. 2357 c.c. per le società chiuse è da ricondurre all'esigenza di favorire il disinvestimento e, non essendo tale finalità ravvisabile nell'operazione di acquisto effettuata dalla società controllata, il limite del decimo del capitale di cui art. 2359-bis deve considerarsi ancora valido³⁶⁶.

2.7.2. L'abolizione del divieto di assistenza finanziaria

La disciplina delle altre operazioni sulle proprie azioni contenuta nell'art. 2358 c.c.³⁶⁷ è stata rivoluzionata e non comporta più l'assoluto divieto di assistenza finanziaria

³⁶³ E a tal proposito non risulta chiaro se ad egli si debba applicare il regime di cui art. 2462 c.c. pena la perdita del beneficio della responsabilità limitata: se lo chiedono N. ABRIANI, *op. cit.*, 250 e A. DENTAMARO, *op. cit.*, 214.

³⁶⁴ Così N. DE LUCA, *op. cit.*, 453.

³⁶⁵ Risultato «paradossale» secondo N. ABRIANI, *op. cit.*, 247 ss.

³⁶⁶ N. DE LUCA, *op. cit.*, 453.

³⁶⁷ Art. 2358 c.c.: «La società non può, direttamente o indirettamente, accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, se non alle condizioni previste dal presente articolo.

Tali operazioni sono preventivamente autorizzate dall'assemblea straordinaria.

Gli amministratori della società predispongono una relazione che illustri, sotto il profilo giuridico ed economico, l'operazione, descrivendone le condizioni, evidenziando le ragioni e gli obiettivi imprenditoriali che la giustificano, lo specifico interesse che l'operazione presenta per la società, i rischi che essa comporta per la liquidità e la solvibilità della società ed indicando il prezzo al quale il terzo acquisirà le azioni. Nella relazione gli amministratori attestano altresì che l'operazione ha luogo a condizioni di mercato, in particolare per quanto riguarda le garanzie prestate e il tasso di interesse praticato per il rimborso del finanziamento, e che il merito di

(enunciato nel primo comma ma subito smentito dal prosieguo della norma³⁶⁸): la società può ora accordare prestiti e fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni nel rispetto di alcune condizioni e previa redazione a cura degli amministratori di una relazione che illustri l'operazione sotto il profilo giuridico ed economico³⁶⁹, le ragioni e gli obiettivi alla base di essa, nonché ogni eventuale rischio

credito della controparte è stato debitamente valutato. La relazione è depositata presso la sede della società durante i trenta giorni che precedono l'assemblea. Il verbale dell'assemblea, corredato dalla relazione degli amministratori, è depositato entro trenta giorni per l'iscrizione nel registro delle imprese.

In deroga all'articolo 2357-ter, quando le somme o le garanzie fornite ai sensi del presente articolo sono utilizzate per l'acquisto di azioni detenute dalla società ai sensi dell'articolo 2357 e 2357-bis l'assemblea straordinaria autorizza gli amministratori a disporre di tali azioni con la delibera di cui al secondo comma. Il prezzo di acquisto delle azioni è determinato secondo i criteri di cui all'articolo 2437-ter, secondo comma. Nel caso di azioni negoziate in un mercato regolamentato il prezzo di acquisto è pari almeno al prezzo medio ponderato al quale le azioni sono state negoziate nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea.

Qualora la società accordi prestiti o fornisca garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie a singoli amministratori della società o della controllante o alla stessa controllante ovvero a terzi che agiscono in nome proprio e per conto dei predetti soggetti, la relazione di cui al terzo comma attesta altresì che l'operazione realizza al meglio l'interesse della società.

L'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite ai sensi del presente articolo non può eccedere il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato, tenuto conto anche dell'eventuale acquisto di proprie azioni ai sensi dell'articolo 2357. Una riserva indisponibile pari all'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite è iscritta al passivo del bilancio.

La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia.

Salvo quanto previsto dal comma sesto, le disposizioni del presente articolo non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate.

Resta salvo quanto previsto dagli articoli 2391-bis e 2501-bis».

³⁶⁸ Scelta definita da Spolidoro un «paradosso di Epimenide» e che non sembra assurgere a regola generale, riducendo a mera eccezione i casi in cui ricorrano le condizioni di cui ai commi seguenti: così M. S. SPOLIDORO, *op. cit.*, 74 e R. ANNARATONE, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie. Altre operazioni sulle proprie azioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2009, 456; *contra* V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Le Società*, 2009, 575, che considera il divieto generale ancora operante e derogato in «particolari condizioni di fatto».

³⁶⁹ Si ritiene che la giustificazione dell'operazione debba rispondere soprattutto all'interesse della società, che può essere quello di un cambiamento di gestione dell'impresa o il perseguimento di finalità che non si sposano più con l'inclinazione dei soci di maggioranza al disinvestimento: così V. SALAFIA, *op. ult. cit.*, 576.

connesso; la norma aggiunge inoltre che l'operazione deve avvenire «a condizioni di mercato», locuzione da qualcuno³⁷⁰ ritenuta ambigua e poco rispondente alle esigenze fattuali delle società che ricorrono all'assistenza finanziaria.

La presenza della relazione è funzionale a garantire un'esauriente informazione sull'operazione, necessaria in special modo all'assemblea straordinaria³⁷¹ per concedere l'autorizzazione agli amministratori; è stato tuttavia osservato³⁷² che il comma 2 dell'art. 2358 andrebbe coordinato con la previsione di cui art. 2364 co.1 n. 5, che richiede un'espressa previsione statutaria per legittimare l'autorizzazione data dall'assemblea agli amministratori per il compimento di atti gestori. La scelta di affidare la competenza all'assemblea in convocazione straordinaria è stata giustificata nella relazione al d.lgs. 142/2008 con la coerenza rispetto ad altre disposizioni che richiamano l'art. 40 paragrafo 2 direttiva 77/91/CEE³⁷³; secondo altri ad assumere rilievo sarebbe invece il contenuto della deliberazione³⁷⁴. In ogni caso si tratta di una materia speciale «che si aggiunge a quelle indicate nell'art. 2365 comma 1 c.c.»³⁷⁵.

Le condizioni poste alla concessione dell'assistenza finanziaria ricalcano in parte lo schema previsto per l'acquisto delle proprie azioni, come dimostra la previsione del limite costituito dagli utili distribuibili e dalle riserve disponibili³⁷⁶ nonché la sopracitata autorizzazione assembleare; in particolare la previsione della costituzione di una riserva

³⁷⁰ N. ABRIANI, *op. cit.*, 252 che parla addirittura di ipocrisia «in quanto difficilmente il beneficiario dell'assistenza finanziaria si sarebbe rivolto alla società se il prestito fosse stato effettivamente accordato a condizioni di mercato».

³⁷¹ Assemblea tramite la quale i soci possono esprimersi sull'opportunità dell'operazione limitandosi a concedere o negare l'autorizzazione così come risultante dal progetto degli amministratori contenuto nella relazione, mancando dunque un coinvolgimento più completo: così N. ABRIANI, *op. cit.*, 253.

³⁷² P. CARRIERE, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Le Società*, 2010, 8.

³⁷³ Che nulla dispone circa il *quorum* costitutivo e richiede che la deliberazione sia approvata con il voto favorevole di almeno i due terzi del capitale rappresentato in assemblea, ovvero concede ai singoli Stati membri di richiedere un *quorum* costitutivo di almeno la metà del capitale sociale e deliberativo a maggioranza semplice.

³⁷⁴ Che configurerebbe un'operazione straordinaria o estranea all'effetto sociale o, ancora, anomala nelle ipotesi formulate da V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Le Società*, 2009, 575. Per O. CAGNASSO, *Le operazioni sulle proprie azioni*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di CAGNASSO – PANZANI, Bologna, 2010, 447 invece, il richiamo all'assemblea straordinaria garantisce «l'applicazione di maggioranze qualificate».

³⁷⁵ V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Le Società*, 2009, 575.

³⁷⁶ Tenendosi a tal fine conto anche delle azioni proprie già acquistate e non potendosi ricorrere alla riserva indisponibile all'uopo creata: così V. SALAFIA, *op. ult. cit.*, 576.

indisponibile³⁷⁷ e la condizione che impedisce di ridurre l'attivo netto nei termini suesposti confermano che la disciplina dell'art. 2358 c.c. trova la sua *ratio* nella tutela dell'integrità del capitale sociale³⁷⁸.

Il comma settimo dell'art. 2358 c.c. continua ad imporre un rigido divieto all'accettazione in garanzia di azioni proprie da parte della società emittente, nonostante parte della dottrina non ravvisi in questo mantenimento una giustificazione ragionevole³⁷⁹ e nonostante la relazione ministeriale giustifichi la mancata estensione dell'abolizione del divieto con l'assenza di benefici sull'incentivazione al cambiamento della struttura proprietaria.

Se il riferimento dell'ultimo comma all'art. 2391-bis c.c. viene uniformemente³⁸⁰ interpretato come un obbligo *aggiuntivo*, nel caso di operazioni di assistenza finanziaria intercorse con parti correlate, di fornire le ulteriori informazioni prescritte per assicurare la trasparenza e la correttezza dell'operazione, lo stesso non si può affermare per il riferimento al 2501-bis c.c.: secondo alcuni³⁸¹ qualora la fusione con indebitamento sia preceduta da prestazione di garanzie o fornitura di finanziamenti,

³⁷⁷ Riserva indisponibile che andrà iscritta al passivo per bilanciare l'iscrizione del relativo credito nell'attivo patrimoniale (o se si tratti di finanziamento o prestazioni di garanzie, nei conti d'ordine): V. SALAFIA, *op. ult. cit.*, 576.

³⁷⁸ R. ANNARATONE, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie. Altre operazioni sulle proprie azioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2009,454; P. CARRIERE, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Le Società*, 2010, 9 ss.

³⁷⁹ È stato infatti osservato come il presente divieto costituisca corollario necessario al più ampio divieto di assistenza finanziaria e una volta caduto quest'ultimo risulti difficile intravedere le ragioni del mantenimento del primo, atteso che la stessa seconda direttiva, all'art. 24, già nel 1977 equiparava sostanzialmente l'accettazione in garanzia e l'acquisto di azioni proprie (di cui art. 19 medesima direttiva). Così CONFINDUSTRIA, *Schema di decreto legislativo per l'attuazione della Direttiva 2006/68/CE, che modifica la Direttiva 77/91/CE sulla costituzione delle società per azioni e sulla salvaguardia e modificazioni del loro capitale sociale. Osservazioni di Confindustria*, 30 maggio 2008, in www.confindustria.it, 10; R. ANNARATONE, *op. cit.*, 461.

³⁸⁰ N. ABRIANI, *op. cit.*, 256; R. ANNARATONE, *op. cit.*, 460; V. SALAFIA, *op. ult. cit.*, 577; M. S. SPOLIDORO, *op. cit.*, 75.

³⁸¹ Come sostenuto da P. CARRIERE, *op. cit.*, 13, secondo cui «le genuine operazioni di *mlbo* [*merger leveraged buyout*] risulteranno di per sé e necessariamente rispettose del nuovo divieto condizionato» di cui art. 2358 c.c. Concordi anche N. ABRIANI, *op. cit.*, 256, A. DENTAMARO, *op. cit.*, 225 e V. SALAFIA, *op. ult. cit.*, 577 ss., secondo cui il rispetto di entrambe le discipline è il solo modo di tutelare adeguatamente gli interessi di creditori e soci di minoranza nell'ipotesi che alla fornitura di finanziamenti o garanzie per l'acquisto di azioni di una società segua l'incorporazione di quest'ultima, realizzandosi così al contempo un'ipotesi di fusione con indebitamento e di assistenza finanziaria.

l'intero procedimento richiede il rispetto delle regole di entrambe le norme; secondo altri³⁸² invece il richiamo sarebbe idoneo ad escludere la fattispecie del *merger leveraged buyout* dalle ipotesi di assistenza finanziaria, disponendo l'applicazione del regime di cui art. 2358 c.c. solo ai casi che non costituiscano anche fattispecie di *mlbo*.

2.8 Gli adattamenti del 2009 e 2010

La l. 9 aprile 2009, n. 33 ha provveduto a modificare i limiti quantitativi per gli acquisti di azioni proprie per le società che si rivolgono al mercato dei capitali di rischio, portandolo dal 10% al 20%³⁸³; questo intervento è stato attuato dal Legislatore per assistere le s.p.a. italiane in un momento di difficile congiuntura economico finanziaria, fornendo loro un valido strumento³⁸⁴ per difendersi da eventuali manovre speculative.

Il d.lgs. 29 novembre 2010, n. 224 si è poi occupato di "integrare e correggere" alcune disposizioni del d.lgs. 142/2008, introducendo però a tratti una disciplina innovativa in assenza di una specifica delega legislativa³⁸⁵. Conforme alle dichiarate finalità correttive è stata la modifica apportata al terzo comma dell'art. 2359-bis c.c.³⁸⁶ che applica il medesimo limite, previsto a carico delle s.p.a. aperte (pari ad un quinto del capitale sottoscritto) per l'acquisto di azioni proprie, all'acquisto di azioni effettuato da una sua controllata, lasciando privo di limiti quantitativi l'acquisto effettuato dalla controllata qualora la controllante che ha emesso le azioni sia chiusa.

³⁸² Così R. ANNARATORE, *op. cit.*, 461 e M. S. SPOLIDORO, *op. cit.*, 74 ss., che ritiene che l'art. 2358 c.c. continui a «non incidere sulla disciplina delle fusioni con indebitamento».

³⁸³ Il limite della quinta parte del capitale sociale è stato sostituito nei testi degli artt. 2357 co. 3, 2357-bis co. 2, 2445 co. 2 c.c.

³⁸⁴ Introdotto insieme ad altri provvedimenti di simile tenore, come ricordato da A. DENTAMARO, *op. cit.*, 213.

³⁸⁵ Come osservato da V. SALAFIA, *Storia dell'art. 2357 ter, comma 2*, in *Le società*, 2013, 2,166 e N. DE LUCA, *Conferimenti in natura senza stima e azioni proprie: re "melius" perpensa?*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2012, I, 355.

³⁸⁶ Art. 2359-bis co. 3: «In nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi primo e secondo può eccedere la quinta parte del capitale della società controllante qualora questa sia una società che faccia ricorso al mercato del capitale di rischio, tenendosi conto a tal fine delle azioni possedute dalla medesima società controllante o dalle società da essa controllate».

La modifica che ha investito il secondo comma dell'art. 2357-ter³⁸⁷ investe invece due aspetti: il Legislatore ha in primo luogo eliminato la previsione che consentiva l'attribuzione del diritto di opzione alle azioni proprie, norma che era stata introdotta con d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 e si poneva in netto contrasto con il divieto comunitario di sottoscrizione di azioni proprie³⁸⁸; in secondo luogo il Legislatore ha voluto esplicitare e chiarire (non senza però riaprire un annoso dibattito, di cui riferiremo in seguito) il ruolo delle azioni proprie ai fini delle decisioni assembleari, confermando la sospensione del diritto di voto e statuendo che:

- per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, le azioni proprie sono validamente computate nei *quorum* deliberativi e costitutivi;
- per le società aperte, si devono applicare le ordinarie regole previste dall'art. 2368 c.c., non potendosi a tal fine computare le azioni proprie nel novero di quelle che possono legittimamente dirsi presenti in assemblea.

2.9 L'evoluzione normativa delle cooperative

A favore delle cooperative (che, come abbiamo visto, possono ancora oggi acquistare azioni o quote proprie) il codice di commercio prevedeva all'art. 222 c.co. la possibilità che il loro atto costitutivo derogasse al principio di cui art. 144 c.co.:

«Le disposizioni della prima parte e del primo capoverso degli art. 131 e 146 non si applicano alle società cooperative.

L'atto costitutivo di queste società può derogare alle disposizioni dell'art. 144 ed a quelli del numero 3° dell'art. 165».

Le ragioni di questa deroga (che verrà ripresa anche nel Codice Civile³⁸⁹) rispetto alla disciplina riservata alle società per azioni, risalgono, secondo la dottrina prevalente, alla vocazione mutualistica che caratterizza le cooperative e le porta ad operare

³⁸⁷ Art. 2357-ter co. 2: «Finché le azioni restano in proprietà della società, il diritto agli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni. Il diritto di voto è sospeso, ma le azioni proprie sono tuttavia computate ai fini del calcolo delle maggioranze e delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell'assemblea. Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio il computo delle azioni proprie è disciplinato dall'articolo 2368, terzo comma».

³⁸⁸ Di cui art. 18 direttiva 77/91/CEE.

³⁸⁹ All'art. 2522 c.c. e, dopo la riforma del 2003, agli artt. 2529 e 2543-quinquies c.c.

nell'interesse dei soci³⁹⁰, favorendoli in difficoltà finanziaria e consentendone il recesso anche laddove non ricorrano le condizioni statutarie³⁹¹. E' stata poi valorizzata anche l'esigenza di fornire adeguata «mobilitazione della partecipazione incorporata nel titolo, in presenza di un azionariato spesso assai numeroso e frazionato»³⁹².

L'opportunità di questa norma è stata messa in discussione ed è stato affermato che tale deroga risponderebbe non tanto alla necessità della cooperativa di sovvenzionare i operatori nel momento del bisogno, quanto al regime di favore più generalmente concesso ad esse rispetto alle società lucrative, testimoniato *in primis* dalla facoltà di rimborso delle azioni attraverso il recesso o l'esclusione del socio³⁹³.

Con l'avvento del Codice Civile, la norma dell'art. 222 c.co. è stata ripresa nell'art. 2522 c.c.³⁹⁴: pur restando, nella sua essenzialità, una norma «sommaria»³⁹⁵, essa ha introdotto il limite dell'utilizzo di somme prelevate dagli «utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato», dovendosi intendere la *disponibile* la riserva che non solo non dev'essere assegnata a riserva legale o statutaria ma anche non destinata a fini mutualistici³⁹⁶.

Un'ulteriore innovazione è stata operata con il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 che ha riformato la disciplina delle società e ha dedicato all'acquisto delle azioni proprie delle

³⁹⁰ Così I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992, 94 e 73 ss. che conferma «la ridotta pericolosità di simili operazioni rispetto a quelle delle s.p.a.»; G. BONFANTE, *Commento all'art. 2522*, in *Commentario del codice civile Scajola Branca*, a cura di F. Galgano, Zanichelli, Bologna, 1999, 439.

³⁹¹ N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012, 48: «È noto infatti che l'ingresso di nuovi soci nella società avviene, in base al principio della porta aperta, senza che la modificazione del capitale debba essere adottata dall'assemblea straordinaria (...). coerentemente, anche qualora l'uscita volontaria debba avvenire attraverso rimborso delle azioni o quote proprie (o acquisto per il mantenimento in portafoglio) non è necessaria una deliberazione o autorizzazione dell'assemblea».

³⁹² F. CARBONETTI, *op. cit.*, 195.

³⁹³ A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 756.

³⁹⁴ Parzialmente modificato dal d.p.r. 30/1986, che ha eliminato la dizione «con somme prelevate dagli utili accertati» rendendo più chiaro il testo normativo. Art. 2522 c.c. – Acquisto delle proprie quote o azioni: «L'atto costitutivo può autorizzare gli amministratori ad acquistare o a rimborsare quote o azioni della società, purché l'acquisto o il rimborso sia fatto nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato».

³⁹⁵ Così la definisce F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 194.

³⁹⁶ Come ad esempio accade per le cooperative aderenti ai Fondi mutualistici per la promozione e lo sviluppo della cooperazione: così B. QUATRARO – S. D'AMORA, *Le operazioni sul capitale*, Milano, Giuffrè, 1994, 543.

società cooperative gli artt. 2529³⁹⁷ e 2545-quinquies co. 2³⁹⁸ c.c.: quest'ultima disposizione ha introdotto un vincolo di struttura patrimoniale che richiede alle società cooperative che intendono avvalersi di tale strumento di presentare un rapporto tra patrimonio netto e indebitamento complessivo superiore al 25%.

Vista la sintetica previsione codicistica dedicata alle cooperative, alcuni autori hanno ipotizzato la possibilità di applicare alcune delle disposizioni di cui all'art. 2357 ss. c.c. alle società cooperative, giusta il rinvio di cui art. 2519 co. 1 c.c.³⁹⁹. Se sembra debbano ritenersi escluse le norme che disciplinano la preventiva autorizzazione assembleare e la preventiva liberazione delle azioni, risulterebbero invece compatibili con la disciplina cooperativa la sospensione del diritto di voto e il divieto di sottoscrizione⁴⁰⁰. In particolare la mancanza della previsione dell'autorizzazione assembleare deve essere ricondotta alla «ridotta incidenza organizzativa dell'operazione»: essendo la partecipazione al capitale delle cooperative «quantitativamente limitata», si ritiene che l'operazione di acquisto di azioni proprie produca un'alterazione contenuta sugli assetti organizzativi rispetto a quanto non avvenga nelle società per azioni⁴⁰¹.

A differenza delle norme che presiedono alla disciplina delle azioni proprie nelle s.p.a., nelle società cooperative il Legislatore ha negli anni mantenuto la regola che sottopone la realizzazione dell'operazione di acquisto ad un'esplicita previsione dell'atto costitutivo in questo senso.

³⁹⁷ Art. 2529 – Acquisto delle proprie quote o azioni: «L'atto costitutivo può autorizzare gli amministratori ad acquistare o rimborsare quote o azioni della società, purché sussistano le condizioni previste dal secondo comma dell'articolo 2545-quinquies e l'acquisto o il rimborso è fatto nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato.

³⁹⁸ Art. 2545-quinquies – Diritto agli utili e alle riserve dei soci cooperatori: «(...) Possono essere distribuiti dividendi, acquistate proprie quote o azioni ovvero assegnate ai soci le riserve divisibili se il rapporto tra il patrimonio netto e il complessivo indebitamento della società è superiore ad un quarto. Il divieto non si applica nei confronti dei possessori di strumenti finanziari (...)».

³⁹⁹ Art. 2519 c.c.: «Alle società cooperative, per quanto non previsto dal presente titolo, si applicano in quanto compatibili le disposizioni sulla società per azioni (...)».

⁴⁰⁰ G. BONFANTE, *op. cit.*, 446 ss.; F. CARBONETTI, *op. cit.*, 194 ss.; B. QUATRARO – S. D'AMORA, *op. cit.*, 542 ss.

⁴⁰¹ N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012, 49 ss.

3. Il ruolo strategico rappresentato dalle azioni proprie

3.1 Le molteplici finalità perseguibili

L'acquisto e la detenzione di azioni proprie sono uno strumento estremamente malleabile e poliedrico⁴⁰² che può essere utilizzato per perseguire un nutrito numero di scopi tra loro diversissimi, non avendo il nostro Legislatore voluto tipizzare gli interessi legittimamente perseguibili con tale operazione⁴⁰³. Elenchiamo qui brevemente le principali finalità individuate dalla dottrina, riservandoci di approfondire le principali nel prosieguo della trattazione.

a) Favorire l'uscita del socio dalla società: specie nelle società a più ristretta base azionaria, il diritto di *exit* può essere garantito dalla possibilità concessa al socio di alienare alla società il proprio pacchetto azionario. Viene in tal modo a configurarsi una particolare forma di *recesso*: in questo caso di risoluzione "consensuale" del rapporto società e socio *contrattano* il prezzo di scambio ed esso si atteggia a *corrispettivo* (più che a *rimborso*⁴⁰⁴).

b) Processi di espansione aziendale: qualora la società decida di perseguire una strategia di crescita per via esterna, l'acquisizione di un'altra impresa può avvenire anche mediante la permuta di azioni proprie: in tal modo sia che l'operazione di espansione si concluda con l'acquisizione di una partecipazione di controllo, sia che sfoci in una fusione, le azioni proprie possono costituire il valore di scambio dell'operazione (eventualmente corredata da un conguaglio in denaro)⁴⁰⁵.

Più in generale, l'acquisto di azioni proprie prodromico al successivo scambio con un'altra società permette di assegnare azioni ai nuovi soci evitando di dover al contempo garantire il diritto d'opzione ai soci preesistenti⁴⁰⁶.

c) Sostegno corso azionario: l'acquisto di azioni proprie permette di influire sul corso azionario delle azioni. L'impresa può attuarlo, oltre che per finalità speculative, per

⁴⁰² «L'operazione di acquisto di azioni proprie ci appare poliedrica negli scopi che consente di perseguire»: F. LIZZA, *L'acquisto di azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1983, 67.

⁴⁰³ F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 11.

⁴⁰⁴ Parzialmente diversa e non disciplinata dall'art. 2437 c.c.: così F. LIZZA, *op. cit.*, 102 ss.

⁴⁰⁵ F. LIZZA, *op. cit.*, 53 ss.

⁴⁰⁶ D. FEZZARDI – A. VENTURINI, *Acquisto di azioni proprie, i risvolti contabili*, in *Amministrazione e finanza*, 2012, 4, 6.

ristabilire «un corretto rapporto prezzo corrente-valore economico del titolo»⁴⁰⁷ e «per evitare i picchi e i crolli delle quotazioni»⁴⁰⁸; l'acquisto può anche avere l'effetto di ricreare attorno al titolo un ravvivato interesse, suscitando ed alimentando la domanda di azioni⁴⁰⁹.

d) Investimento di liquidità: qualora tutte le prospettive di remunerativi investimenti di capitale si siano esaurite e la società residui ancora di liquidità disponibile, gli amministratori possono decidere di convogliarla in un acquisto di azioni proprie o in un dividendo, permettendo ai soci di mettere a frutto questa ricchezza individualmente investendola più proficuamente rispetto alle alternative al momento a disposizione della società.

e) Riduzione di capitale: l'obiettivo di cambiamento della struttura finanziaria può essere raggiunto mediante acquisto e successivo annullamento delle azioni proprie (come disposto dagli artt. 2357-bis e 2445. c.c.).

f) Conclusione di operazioni di *venture capital*: le operazioni di *venture capital* (e di *private equity* in generale) costituiscono una modalità di finanziamento per imprese nelle prime fasi del ciclo di vita⁴¹⁰, che prevedono l'entrata in qualità di socio di uno o più investitori istituzionali; essi si propongono di contribuire alla crescita dell'impresa investendo con un orizzonte temporale medio di 5 anni e di realizzare una plusvalenza dalla vendita della partecipazione una volta che essa abbia acquistato valore. Per favorire e rendere meno traumatica l'uscita degli investitori *private*, frequentemente accade che sia la società stessa ad acquistare la partecipazione di tali soci e che tale *exit rule* sia prevista fin dall'inizio del progetto di finanziamento⁴¹¹.

g) Conversione di debiti: l'acquisto di azioni proprie può anche essere finalizzato alla riduzione della posizione debitoria della società. Per motivi di convenienza economica (legati al pagamento degli interessi) o finanziaria (connessi alla ricerca di una struttura

⁴⁰⁷ F. LIZZA, *op. cit.*, 44.

⁴⁰⁸ B. POZZO, *L'acquisto di azioni proprie. La storia di un problema in un'analisi di diritto comparato*, Milano, 2003, 98.

⁴⁰⁹ F. LIZZA, *op. cit.*, 47; V. ANTONELLI, *Le azioni proprie: profili contabili*, in *Contabilità Finanza e controllo*, 2013, 4, 6; A. VENTURINI – D. FEZZARDI, *Acquisto di azioni proprie, i risvolti contabili*, in *Amministrazione e finanza*, 2012, 4, 6.

⁴¹⁰ «Venture capital investments are made in companies not quoted on stock markets, where the investor trades-off the short term illiquidity in the shares held for a prospects of a greater future return»: M. WRIGHT - K. ROBBIE, *Venture capital and private equity: a review and synthesis*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 1998, 25, 5-6, 524.

⁴¹¹ Così B. POZZO, *op. cit.*, 104.

finanziaria ottimale che bilanci benefici e costi dell'indebitamento), la società può ritenere conveniente assegnare azioni proprie a soggetti suoi creditori, estinguendo così il relativo debito e accogliendo nella compagine societaria i relativi titolari in veste di nuovi soci⁴¹².

h) Assegnazione ai dipendenti: le azioni proprie acquistate possono essere in seguito assegnate gratuitamente ad amministratori e dipendenti della società, per coniugare la finalità retributiva a quella di incentivo; questi piani di fidelizzazione possono atteggiarsi nei modi più vari ma rispondono sempre al fine di «suscitare, in genere, legami più significativi che dovrebbero tradursi in un migliorato benessere economico dell'organismo produttivo e, quindi, di riflesso, di chi vi partecipa»⁴¹³.

i) Ottemperamento a norme di legge: la società può vedersi costretta ad acquistare proprie azioni per rendere pienamente efficaci eventuali clausole di mero gradimento⁴¹⁴, sempre che ricorrano le condizioni previste dall'art. 2357 c.c.⁴¹⁵.

j) Opposizione a scalata ostile: nonostante una scalata abbia generalmente l'effetto di aumentare il valore per gli azionisti, può accadere che i soci e/o gli amministratori di una società bersaglio mettano in atto delle strategie per rendere impossibile o più onerosa l'acquisizione, utilizzando a tal fine anche l'acquisto di azioni proprie.

k) Rafforzamento del controllo: gli amministratori possono utilizzare l'acquisto di azioni proprie al fine di rafforzare la posizione del socio di maggioranza (relativa) in modo da rafforzarne il controllo; questa manovra non è però esente da rischi e potrebbe distruggere valore per gli azionisti anche qualora venisse effettuata con liquidità eccedente, dal momento che la riduzione delle quotazioni potrebbe derivare dalla perdita di contendibilità della società⁴¹⁶.

⁴¹² F. LIZZA, *op. cit.*, 96 ss.

⁴¹³ F. LIZZA, *op. cit.*, 85. Sull'idoneità delle azioni proprie a perseguire questo scopo anche V. ANTONELLI, *op. cit.*, 6.

⁴¹⁴ L'art. 2355-bis c.c. comma 2 prevede infatti che: «Le clausole dello statuto che subordinano il trasferimento delle azioni al mero gradimento di organi sociali o di altri soci sono inefficaci se non prevedono, a carico della società o degli altri soci, un obbligo di acquisto oppure il diritto di recesso dell'alienante (...)».

⁴¹⁵ B. POZZO, *op. cit.*, 527 ss.

⁴¹⁶ A. VENTURINI – D. FEZZARDI, *Acquisto di azioni proprie, i risvolti contabili*, in *Amministrazione e finanza*, 2012, 4, 8.

l) *Stock options*: l'acquisto di azioni proprie può essere realizzato sia per finanziare un'emissione di opzioni sia per compensare l'effetto di «diluizione» derivante da un aumento delle azioni in circolazione causato dall'esercizio di *stock option*.

3.2 Il *trading* di azioni proprie

Il *trading* di azioni proprie è stato definito come «la manovra con la quale l'organo amministrativo, nell'ambito di una sola e generica autorizzazione assembleare, compia più atti di acquisto e di vendita di azioni della società»⁴¹⁷; o come «operazione unitaria che si concreta in una sistematica movimentazione dei titoli»⁴¹⁸ articolata in una pluralità di acquisti e vendite di azioni proprie in sequenza.

Esso può essere finalizzato a sostenere il corso azionario: tramite ripetuti acquisti e vendite l'impresa può influire sul prezzo dei titoli regolarizzando l'andamento delle quotazioni e riducendone la volatilità; in questa veste la società può dunque esercitare «una funzione analoga a quella che gli istituti di emissione esercitano sulle valute nazionali»⁴¹⁹.

Il *trading* può anche contribuire a migliorare la liquidità del titolo⁴²⁰ e diviene «uno strumento in grado di assistere il mercato dei propri titoli garantendone una maggiore liquidità ed uno svolgimento più corretto»⁴²¹; questa esigenza di liquidità si manifesta

⁴¹⁷ I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992, 132.

⁴¹⁸ S. A. CERRATO, *Le azioni proprie tra diritto interno riformato e prospettive comunitarie*, in *Rivista delle società*, 2004, 394.

⁴¹⁹ M. P. FERRARI, *Decreto legislativo n. 142/2008: conferimenti, acquisto di azioni proprie e altre operazioni della società sulle proprie azioni*, in *Le società*, 2008, 1430.

⁴²⁰ Un titolo viene detto *sottile* quando la domanda e l'offerta di un titolo sono sproporzionate tra loro: la scarsità di agenti disposti allo scambio rende difficoltoso l'acquisto o la vendita del titolo e questa situazione genera «turbamenti indesiderati» nella valutazione del titolo sul mercato, il quale può raggiungere picchi di sopravvalutazione o di svalutazione del tutto slegati alle *performance* aziendali ed unicamente dovute a quest'imperfezione di mercato. Ecco che il *trading*, «nel rispetto di una prassi tipizzata in via regolamentare», può mitigare gli effetti dell'imperfezione evitando una pericolosa volatilità del valore del titolo: L. ARDIZZONE, *L'informazione al mercato nel «trading» di azioni proprie*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2013, 288.

⁴²¹ P. SANTOSUOSSO, *Le azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2004, 102 ss. Anche N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012, 20 conferma che: «Altra ragione per la quale gli emittenti intervengono concretamente nel mercato dei propri

sia per le società quotate⁴²² sia, e soprattutto, nelle società in cui i titoli non sono negoziati nei mercati regolamentati: il *trading* in tal caso può infatti consentire ed agevolare lo scambio tra pacchetti azionari fra soggetti aspiranti venditori e acquirenti che altrimenti avrebbero difficoltà ad incontrarsi, non esistendo un mercato dei titoli che permetta la formazione del prezzo⁴²³. Parimenti, la società può assicurare ai soci delle società chiuse il diritto di *exit* mediante l'acquisto delle azioni che essi intendono dismettere⁴²⁴.

Dopo un lungo dibattito dominato dal (non esplicito⁴²⁵) divieto legislativo di utilizzo delle azioni proprie con tale finalità⁴²⁶, il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 ha esplicitamente consentito il *trading* di azioni proprie innovando il testo dell'art. 2357-ter c.c., primo comma, secondo periodo, ancora oggi in vigore: «A tal fine possono essere previste, nei limiti stabiliti dal primo e secondo comma dell'articolo 2357, operazioni successive di acquisto ed alienazione»; questa operazione deve inoltre rispettare il principio di parità

titoli è l'accrescimento della liquidità, soprattutto quando il titolo ha scarso spessore e ampio è lo *spread* tra le offerte di acquisto e di vendita».

⁴²² La negoziabilità delle azioni sociali può infatti agevolare «la creazione d una corrente di scambi che prima non c'era (e ciò riguarda soprattutto le società emittenti titoli negoziati sui più vasti mercati, specialmente quelli regolamentati (...))»: V. ANTONELLI, *Le azioni proprie: profili contabili*, in *Contabilità Finanza e controllo*, 2013, 4, 6.

⁴²³ P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 104. A favore di un'interpretazione estensiva che ricomprenda anche le società non quotate anche G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, 437 ss., che però rileva nelle società chiuse la mancanza di un'effettiva esigenza di sostegno dei corsi. Costata tuttavia N. DE LUCA, *op. ult. cit.*, 21 che alcuni degli obiettivi citati dalla disciplina comunitaria sugli abusi di mercato sono rinvenibili anche nelle società chiuse ed essi possono essere strumentale al raggiungimento di obiettivi, come ad esempio consentire il disinvestimento ai soci e modificare la struttura finanziaria. Concorde anche R. MAGGI, *I limiti impliciti all'acquisto di azioni proprie*, in *Le Società*, 2013, 808 sulla possibilità di configurare in capo ad una società non quotata un acquisto di azioni proprie finalizzato a realizzare un investimento di breve termine.

⁴²⁴ L. ARDIZZONE, *Le azioni proprie nella fusione e nella scissione*, Milano, Giuffrè, 2011, 8.

⁴²⁵ Incline ad ammettere il *trading* ben prima della riforma del 2003 fu F. GRANDE STEVENS, *Questioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 1982, 532. Anche G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, 387 riconosceva nel *trading* un «fine in sé corretto e lecito», pur ritenendo che esso potesse tradursi in una «politica di sostegno dei corsi pericolosissima per la società e contraria a elementari principi di tutela del mercato mobiliare».

⁴²⁶ Per una cui rapida disamina si rimanda a S. A. CERRATO, *op. cit.*, 387 ss.

di trattamento di cui artt. 92⁴²⁷ e 132⁴²⁸ TUF e svolgersi secondo le modalità operative stabilite dalla Consob nel *Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti*, che dispone sia le concrete operazioni attraverso cui attuare il *trading* sia le modalità di informazione al mercato⁴²⁹.

L'impatto del *trading* sulle quotazioni di mercato risulta solo parzialmente limitato dalle condizioni poste dall'art. 2357 c.c. (in particolare dai limiti degli utili e delle riserve disponibili e del quinto del capitale): nessuno di questi parametri infatti è direttamente collegato con il volume di azioni che la società può movimentare⁴³⁰, risultando perciò inadeguati a tal fine.

La molteplicità degli atti che costituiscono il *trading* devono essere compiuti dagli amministratori previa autorizzazione assembleare: se del contenuto dell'autorizzazione si era in passato dubitato⁴³¹, l'attuale formulazione non sembra lasciare dubbi circa la

⁴²⁷ Art. 92 d.lgs. 24 febbraio 2008, n. 58 - Parità di trattamento: «1. Gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni.

2. Gli emittenti quotati e gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine garantiscono a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati gli strumenti e le informazioni necessari per l'esercizio dei loro diritti.

3. La Consob detta con regolamento, in conformità alla normativa comunitaria, disposizioni di attuazione del comma 2, prevedendo anche la possibilità dell'utilizzo di mezzi elettronici per la trasmissione delle informazioni».

⁴²⁸ Art. 132 d.lgs. 24 febbraio 2008, n. 58 - Acquisto di azioni proprie e della società controllante: «Gli acquisti di azioni proprie, operati ai sensi degli articoli 2357 e 2357-bis, primo comma, numero 1), del codice civile, da società con azioni quotate, devono essere effettuati in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti, secondo modalità stabilite dalla Consob con proprio regolamento.

Il comma 1 si applica anche agli acquisti di azioni quotate² effettuati ai sensi dell'articolo 2359-bis del codice civile da parte di una società controllata.

I commi 1 e 2 non si applicano agli acquisti di azioni proprie o della società controllante possedute da dipendenti della società emittente, di società controllate o della società controllante e assegnate o sottoscritte a norma degli articoli 2349 e 2441, ottavo comma, del codice civile, ovvero rivenienti da piani di compenso approvati ai sensi dell'articolo 114-bis».

⁴²⁹ L. ARDIZZONE, *op. ult. cit.*, 289 ss.

⁴³⁰ P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 97.

⁴³¹ Non risultando chiaro se la medesima autorizzazione potesse avere ad oggetto contestualmente sia acquisti sia alienazioni o fossero necessarie specifiche autorizzazioni per le singole operazioni di acquisto: in questo senso I. MENGHI, *op. cit.*, 136 e S. SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto delle proprie azioni e diritti degli azionisti*, in *La società per azioni come impresa e altri studi in tema di regole giuridiche dell'attività economica*, Milano, Giuffrè, 1979, 145 (nota n. 16). Favorevole invece all'ammissibilità di un'autorizzazione complessiva sono F. GRANDE STEVENS,

«contestualità dell'autorizzazione assembleare all'acquisto e alla successiva alienazione»⁴³², che peraltro risulta coerente con lo stretto rapporto che sussiste tra le due operazioni di segno opposto⁴³³.

3.3 Gli effetti del *buyback* e la teoria dei segnali

L'acquisto di azioni proprie⁴³⁴ rientra a pieno titolo negli strumenti della politica finanziaria di ogni impresa e può contribuire a realizzare, in ottica finanziaria, l'obiettivo di miglior utilizzo del capitale mediante il realizzo di un rendimento investito che sia al contempo superiore al costo del relativo capitale e che permetta di remunerare gli investitori in modo coerente rispetto al profilo di rischio dell'investimento.

La realizzazione di un'operazione di *buyback* produce effetti sulla percezione dell'impresa da parte del mercato⁴³⁵ e può potenzialmente veicolare un messaggio che viene, più o meno consapevolmente, trasmesso all'esterno: risulta quindi essenziale che l'impresa sia consapevole della portata della sua decisione sotto il profilo strettamente finanziario (della modifica di struttura finanziaria che l'acquisto comporta) e comunicativo (la generazione di aspettative negli investitori).

Nonostante la letteratura non sia ancora (se mai questo risultato verrà raggiunto) pervenuta a delle regole universali di comportamento (per i manager) e degli universali modelli di interpretazione delle scelte di politica dei dividendi (per gli investitori), le

op. cit., 531 ss. e A. DALMARTELLO, *Ammissibilità del c.d. «trading» di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 1983, 650.

⁴³²B. POZZO, *L'acquisto di azioni proprie. La storia di un problema in un'analisi di diritto comparato*, Milano, 2003, 522; concorde anche S. A. CERRATO, *op. cit.*, 393 ss.; B. QUATRARO - S. D'AMORA, *Le operazioni sul capitale*, Milano, Giuffrè, 1994, 523.

⁴³³ «Quando la ragione dell'operazione sui propri titoli è il sostegno o la stabilizzazione (...), è normale che l'acquisizione delle azioni proprie sia preordinata sin dall'inizio alla successiva rivendita; non avrebbe senso (...) imporre la convocazione di due diverse adunanze»: così A. ALBANESE, *Acquisto o sottoscrizione di azioni proprie e responsabilità degli amministratori*, in *La responsabilità civile*, 2005, 458 ss.

⁴³⁴ Denominato variamente nella letteratura anglosassone come: *share buyback*, *buyback program* o *stock repurchase program*.

⁴³⁵ Intendendo a tal proposito riferirsi non solo al pubblico degli azionisti ma a tutti gli *stakeholder* che con l'impresa possono venire in contatto a vario titolo: obbligazionisti, potenziali investitori che ancora non hanno acquistato azioni o strumenti finanziari della società, fornitori, clienti, imprese concorrenti, istituzioni pubbliche, ...

osservazioni che sono di seguito riportate forniscono una sintesi dei principali contributi della letteratura anglosassone, contenenti numerosi spunti di analisi su questo tema.

3.3.1 Il ruolo del buyback nella politica dei dividendi

La politica dei dividendi è costituita dall'insieme delle decisioni che la società assume riguardanti l'erogazione di liquidità agli azionisti. Nella concezione più comune il *dividendo* è quella parte di utile che una società può decidere di distribuire ai suoi azionisti al termine di ogni esercizio come remunerazione del capitale investito; tuttavia rientrano a pieno titolo nella politica dei dividendi anche l'erogazione di un dividendo non in contanti (ad esempio attraverso l'assegnazione di nuove azioni ai soci), il raggruppamento o il frazionamento di azioni⁴³⁶ e l'acquisto di azioni proprie⁴³⁷.

L'obiettivo della politica dei dividendi è massimizzare il valore dell'impresa ed è compito dei manager dell'area finanziaria graduare tali interventi per raggiungere la struttura finanziaria ottimale⁴³⁸ e per attrarre il maggior numero di investitori.

A differenza delle decisioni di *stock splitting* o *reverse splitting*, l'erogazione di dividendi o l'attuazione di un piano di acquisto di azioni proprie richiedono un investimento di risorse finanziarie ed è nell'ottica del miglior impiego del capitale che i manager devono selezionare l'alternativa preferibile tra queste due.

Per capire l'importanza della politica dei dividendi⁴³⁹ è necessario partire dal presupposto che il mercato dei capitali con cui le imprese interagiscono non è perfetto: in un mercato dei capitali perfetto, infatti, la politica dei dividendi sarebbe irrilevante

⁴³⁶ Con il raggruppamento (*reverse split*) o frazionamento di azioni (*stock split*) ogni vecchia azione (o gruppo di azioni) viene sostituita da una nuova che rappresenta una porzione maggiore (o inferiore, se si tratta di frazionamento) di patrimonio sociale: ecco che quindi il valore del titolo e tutte le grandezze ad esso riferite (come ad esempio il dividendo unitario) risentono di questa variazione, «poiché ogni azione dà ora diritto a una minore percentuale dei flussi di cassa»: così S. ROSS - D. HILLIER - R. WESTERFIELD - J. JAFFE - B. JORDAN, *Finanza Aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 2012, 540.

⁴³⁷ Che provoca l'incremento dei dividendi spettanti alle azioni rimaste in circolazione, dal momento che la società, in quanto socia di se stessa non può beneficiare dell'erogazione del dividendo in contanti.

⁴³⁸ La struttura finanziaria ottimale è quella che bilancia il beneficio dello scudo fiscale e il costo del debito: A. DAMODARAN, *Finanza aziendale*, Milano, Apogeo, 2006, 335 ss.

⁴³⁹ La cui complessità di analisi è stata efficacemente sintetizzata da F. BLACK, *The dividend puzzle*, in *Journal of portfolio management*, 1976, 2, 8: «The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just don't fit together».

per gli investitori⁴⁴⁰ e anche la decisione di procedere ad un *repurchase program* non produrrebbe effetti sulle aspettative del mercato e sul valore dell'impresa. In presenza di un mercato dei capitali imperfetto, invece, i manager devono costantemente confrontarsi con le seguenti aspettative:

- l'erogazione di un dividendo ordinario in contanti tende ad essere interpretato dagli azionisti come un impegno a lungo termine: nella realtà empirica è stato infatti dimostrato che una riduzione del dividendo atteso provoca un deprezzamento del titolo;
- la presenza di un diverso sistema di tassazione dell'incasso dei dividendi rispetto alla realizzazione di *capital gains* genera negli investitori diverse preferenze rispetto alle decisioni di politica dei dividendi⁴⁴¹;
- il mercato tende ad inferire dall'acquisto di azioni proprie una corretta o sottostimata valutazione del prezzo dell'impresa: si ritiene infatti che la società acquisti le proprie azioni per sostenerne il valore o per investire parte delle proprie disponibilità liquide in un titolo sottovalutato, realizzando, con la successiva rivendita, una plusvalenza; l'asimmetria informativa presente tra amministratori e investitori induce infatti questi ultimi a ritenere attendibile ogni informazione dai primi proveniente⁴⁴².

Dalla prima considerazione è quindi logico derivare che le imprese dovrebbero incrementare il dividendo ordinario solo se tale erogazione di liquidità appare

⁴⁴⁰ Infatti in un mercato perfetto: «All bonds are assumed to yield a constant income per unit of time, and (...) stocks, are traded in a perfect market», «the market value of any firm is independent of its capital structure»: F. MODIGLIANI – M. MILLER, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in *The American economic review*, 1958, XLVIII, 3, 268. Secondo questo modello, in ogni momento dunque gli investitori potrebbero soddisfare i loro bisogni di liquidità acquistando i titoli che si avvicinino alle loro preferenze intertemporali di liquidità.

⁴⁴¹ Come osserva F. BLACK, *op. cit.*, 10: «In a world where dividends are taxed more heavily (for most investors) than capital gains, and where capital gains are not taxed until realized, a corporation that pays no dividends will be more attractive to taxable individual investors than a similar corporation that pays dividends». Allo stesso modo P. ASQUITH – D. W. MULLINS jr., *Signalling with dividends, stock repurchases, and equity issues*, in *Financial management*, 1986, 15, 3, 33: «If dividends suffer from the burden of high ordinary income tax rates, stock repurchases should provide relief».

⁴⁴² P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 70; N. DE LUCA, *op. ult. cit.*, 17.

sostenibile nel lungo periodo⁴⁴³, preferendo altrimenti l'acquisto di azioni proprie o l'erogazione di un dividendo straordinario.

La terza constatazione⁴⁴⁴ non deve però ingenerare l'erronea convinzione che l'acquisto di azioni proprie sia prioritariamente finalizzato alla realizzazione di plusvalenze: un programma di acquisto di azioni proprie deve in primo luogo costituire una *modalità efficiente* di distribuzione di un eccesso di liquidità dell'impresa e dev'essere effettuato solo a seguito di un'attenta analisi dei fabbisogni interni⁴⁴⁵, tenendo conto⁴⁴⁶:

- della liquidità necessaria alle transazioni ordinarie;
- della liquidità funzionale a dar corso ad operazioni straordinarie di acquisizione;
- di una quota di liquidità precauzionale per fronteggiare eventi imprevisti e fabbisogni inattesi.

Dunque tutto ciò che eccede le predette necessità dev'essere convogliata altrove⁴⁴⁷: prioritariamente⁴⁴⁸ la liquidità dev'essere investita in progetti a valore attuale netto positivo e solo secondariamente deve essere distribuita agli azionisti, operando una scelta tra l'erogazione di dividendi e l'avvio di *share repurchase programs*.

Una serie di aspetti possono dunque rendere maggiormente conveniente l'acquisto di azioni proprie, tra cui: la flessibilità (l'annuncio del *buyback* infatti non costituisce un

⁴⁴³ Come affermato dall'ex *Chief Financial Officer* di *Microsoft* John Connors, una delle domande chiave per la strategia della politica dei dividendi è: «Can the company sustain payment of cash dividend in perpetuity and increase the dividend over time?», come riportato da N. ABUAF, *Excess cash and shareholder payout strategies*, in *Journal of applied corporate finance*, 2012, 24, 3, 41.

⁴⁴⁴ Che suggerisce che gli annunci di programmi di acquisto di azioni proprie siano recepiti positivamente dal pubblico, provocando un rialzo nel prezzo del titolo (aspetto di cui ci occuperemo nel prosieguo della trattazione).

⁴⁴⁵ Bilanciando il beneficio marginale della riserva di cassa con il costo legato alla detenzione di un'unità aggiuntiva di liquidità: così A. DITTMAR, *Corporate cash policy and how to manage it with stock repurchases*, in *Journal of applied corporate finance*, 2008, 20, 3, 26.

⁴⁴⁶ N. ABUAF, *Excess cash and shareholder payout strategies*, in *Journal of applied corporate finance*, 2012, 24, 3, 45.

⁴⁴⁷ E questo per evitare che l'eccesso di liquidità conduca, come spesso accade, ad un suo scialacquamento: è stato infatti dimostrato che nella maggior parte dei casi i manager sono inclini ad investire la liquidità in eccesso in acquisizioni o investimenti scarsamente profittevoli e non forieri di nuovo valore per l'impresa: così A. DITTMAR, *Corporate cash policy and how to manage it with stock repurchases*, in *Journal of applied corporate finance*, 2008, 20, 3, 25.

⁴⁴⁸ S. ROSS - D. HILLIER - R. WESTERFIELD - J. JAFFE - B. JORDAN, *op. cit.*, 546.

impegno vincolante per l'impresa⁴⁴⁹), il vantaggio fiscale (che sussiste ogniqualvolta l'aliquota che grava sui soci per i dividendi incassati è superiore all'aliquota sui *capital gain*⁴⁵⁰), la possibilità di sostenere il corso azionario⁴⁵¹ e di compensare gli effetti derivanti dall'esercizio di *stock options*⁴⁵².

Oltre alla maggior efficienza fiscale e alle caratteristiche di straordinarietà dei flussi di cassa che li originano, le imprese tendono a preferire gli acquisti di azioni proprie all'erogazione di dividendi in contanti quando si trovano in una fase iniziale del loro ciclo di vita⁴⁵³: in tal modo esse riescono a mantenere una dose più elevata di flessibilità che permette loro di cogliere opportunità di investimento inaspettate o far fronte ad improvvisi fabbisogni inattesi⁴⁵⁴ non potendo contare su una capacità di generare flussi di cassa operativi elevati (che interessano invece la fase della maturità).

Un programma di riacquisto di azioni proprie viene generalmente giudicato positivamente se provoca un incremento (ragionevolmente durevole) nel prezzo delle azioni; è stato tuttavia osservato⁴⁵⁵ che: «*The firm's commitment to making efficient use of and producing high rates of return on investor capital (...) may well be the most important message that companies send to their investors through their cash distribution policies*»: un'analisi basata sull'andamento del prezzo dei titoli conseguente al *buyback* informa solo parzialmente del raggiungimento dell'obiettivo primario dell'operazione,

⁴⁴⁹ A. DITTMAR, *op. cit.*, 29 ss. ricorda che solo il 75% degli annunci di acquisto di azioni proprie sono seguiti dall'attuazione del piano e che la mancata attuazione non costituisce per molti CFO una fonte di effetti negativi.

⁴⁵⁰ Infatti in presenza di un'aliquota vantaggiosa sui dividendi rispetto a quella sui *capital gain* rende gli azionisti propensi a realizzare una strategia di tipo *homemade dividend* per sfruttare il vantaggio fiscale anche quando l'impresa opti per un'operazione di *buyback*; si veda in proposito S. ROSS - D. HILLIER - R. WESTERFIELD - J. JAFFE - B. JORDAN, *op. cit.*, 544.

⁴⁵¹ Per quanto i risultati empirici non siano riusciti a dimostrare una relazione positiva tra l'effettuazione di un programma di *buyback* e dei conseguenti soddisfacenti rendimenti di lungo periodo: così A. DITTMAR, *op. cit.*, 30.

⁴⁵² Di cui tratteremo nel prosieguo.

⁴⁵³ N. ABUAF, *op. cit.*, 44.

⁴⁵⁴ La flessibilità finanziaria è definita da Damodaran come: «The capacity of firms to meet any unforeseen contingencies that may arise (such as recessions and sales downturns) and take advantage of unanticipated opportunities (such as great projects), using funds on hand and any excess debt capacity that they might have nurtured»: A. DAMODARAN, *op. cit.*, 758.

⁴⁵⁵ N. ABUAF, *op. cit.*, 43.

che è quella di comunicare al mercato l'abilità dell'impresa di fornire un rendimento il più possibile elevato a parità di rischio rispetto ai propri concorrenti⁴⁵⁶.

3.3.2 Gli effetti dell'acquisto di azioni proprie sul prezzo delle azioni

La decisione di acquistare azioni proprie determina inevitabilmente una variazione nel prezzo dei titoli azionari dell'emittente⁴⁵⁷: le cause alla base di questa variazione non sono però sempre condivise nella letteratura, che ha cercato in vari modi di riscontrare evidenze empiriche a sostegno dell'una o dell'altra tesi.

La prima possibile spiegazione⁴⁵⁸ di questa influenza sul prezzo azionario è senz'altro la distribuzione su un numero inferiore di azioni rimaste in circolazione del diritto ai flussi di cassa operativi futuri dell'impresa, che spetteranno in misura proporzionalmente aumentata agli altri soci⁴⁵⁹.

Un'altra teoria⁴⁶⁰ affianca al primo meccanismo una seconda constatazione: si ritiene che prezzando con favore il titolo della *repurchasing firm* il mercato reagisca ad un segnale positivo che l'impresa ha lanciato acquistando azioni proprie⁴⁶¹: dall'acquisto

⁴⁵⁶ Intesi non solo e non tanto come concorrenti di settore e di business ma come forme alternative di investimento, azionario o obbligazionario.

⁴⁵⁷ Per quanto, secondo alcuni, la relazione tra l'acquisto di azioni proprie e il sostegno del prezzo vi sia una relazione molto debole: così A. KESWANI - J. YANG - S. YOUNG, *Do Share Buybacks Provide Price Support? Evidence From Mandatory Non-Trading Periods*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 2007, 34, 5-6, 858.

⁴⁵⁸ S. ROSS - D. HILLIER - R. WESTERFIELD - J. JAFFE - B. JORDAN, *op. cit.*, 548 ss.

⁴⁵⁹ Non concorda con quest'impostazione W. J. MCNALLY, *Open market stock repurchase signaling*, in *Financial management*, 1999, 28, 2, 55, che concepisce il valore dell'impresa come valore asset side e sostiene che avvenga una compensazione: «The cost of buying the shares decreases assets by an amount that exactly offsets the reduced number of share outstanding, leaving (...) price unchanged».

⁴⁶⁰ Secondo T. VERMAELEN, *Repurchase tender offers, signaling, and managerial incentives*, in *Journal of financial and quantitative analysis*, 1984, 19, 2, 165: «Insiders have some information, which represents the difference between the "true" market value of the outstanding shares (known to insiders) and the market value before the announcement of the repurchase tender offer» e il mercato percepisce attraverso il buyback un valore dei titoli superiore al precedente. Sostiene questa ipotesi anche lo studio empirico di G. P. TSETSEKOS - F. LIU - N. FLOROS, *An examination of open market stock repurchases: cash flow signalling, investments and Tobin's Q*, in *Applied financial economics*, 1996, 6, 9 ss.

⁴⁶¹ «The signalling hypothesis posits that buyback announcements represent signals that (...) reveal optimistic expectations about future operating performances»: A. CROCE - D. DAMINELLI - G. GIUDICI, *Stock repurchases and future operating performance: empirical evidence from Italy*, in *Investment management and financial innovations*, 2008, 5, 1, 75.

delle proprie azioni il mercato può inferire che i manager ritengono il valore del titolo sottostimato rispetto alle prospettive dei futuri *free cash flow* e può rivedere perciò al rialzo la propria valutazione dell'impresa⁴⁶². Questa impostazione non implica però che l'impresa possa manipolare a proprio piacimento il prezzo dei propri titoli, anche attraverso segnali ingannevoli: la realtà mostra infatti che l'attuazione di politiche di dividendi ingannevoli, che si tratti di erogazione di dividendi o di riacquisto di azioni proprie, malgrado le prime reazioni positive, viene in seguito punita dal mercato⁴⁶³.

In alternativa c'è chi ritiene che invece l'operazione di acquisto di azioni proprie provochi una reazione positiva del mercato a causa del suo effetto di sottrarre risorse ai manager dell'impresa⁴⁶⁴: viene in questo modo contrastata la tendenza degli amministratori a sovrainvestire (mettendo in atto progetti dotati di un ritorno finanziario insoddisfacente⁴⁶⁵) incrementando il rapporto di indebitamento e facendo agire il meccanismo della disciplina del debito per minimizzare il rischio di dissipare risorse finanziarie in progetti a VAN negativo.

In particolare risultano coerenti con quest'ultima teoria del *free cash flow* due studi⁴⁶⁶ che hanno analizzato le *performance* operative delle aziende nel periodo successivo al completamento del programma di acquisto di azioni proprie. Le *performance* sono state misurate e valutate sia in senso assoluto sia nei confronti di imprese ad esse comparabili: in entrambi i casi l'assenza di miglioramenti e l'osservazione di prestazioni deludenti ha portato gli autori a negare l'esistenza (o l'affidabilità) di un contenuto di segnalazione positivo riguardante le future performance delle imprese che annunciano dei programmi di riacquisto. In particolare di fronte a questi risultati, alcuni autori⁴⁶⁷ hanno cercato di giustificare queste evidenze partendo dal presupposto che le imprese che procedono ai *buyback* si trovano spesso in una fase di maturità del loro ciclo di vita,

⁴⁶² «Dividends changes (...) may tell investors more about what the managers really think than they can find out from other sources»: F. BLACK, *op. cit.*, 10.

⁴⁶³ Come ricorda P. ASQUITH – D. W. MULLINS jr., *Signalling with dividends, stock repurchases, and equity issues*, in *Financial management*, 1986, 15, 3, 35.

⁴⁶⁴ M. C. JENSEN, *Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers*, in *American Economic Review*, 1986, 76, 325.

⁴⁶⁵ Come afferma M. C. JENSEN, *op. cit.*, 323: «Managers have incentives to cause their firms to grow beyond the optimal size. Growth increases managers' power by increasing the resources under their control».

⁴⁶⁶ G. GRULLON – R. MICHAELY, *The information content of share repurchase programs*, in *The journal of finance*, 2004, LIX, 3, 651 ss.; A. CROCE – D. DAMINELLI – G. GIUDICI, *op. cit.*, 74 ss.

⁴⁶⁷ G. GRULLON – R. MICHAELY, *op. cit.*, 653.

caratterizzata dalla riduzione delle opportunità di proficuo investimento e da un volume crescente di liquidità: la scelta quindi di effettuare un *repurchase* produce l'effetto di drenare tale liquidità in favore degli azionisti e sottraendola alla disponibilità dei manager (che la convoglierebbero in progetti con rendimento inferiore al costo del capitale⁴⁶⁸). In tali imprese si assiste inoltre ad una riduzione del rischio sistematico (dovuto alla circostanza che ormai i determinanti del valore dell'impresa sono costituiti dagli *asset in place* più che dalle prospettive di crescita futura), il che produce una riduzione del costo del capitale.

3.3.3 *Stock options e il ruolo delle azioni proprie*

L'acquisto di azioni proprie e l'intera politica dei dividendi può essere finalizzata anche a scopi che esulano dai tradizionali obiettivi di *corporate finance* e può rivelarsi un utile strumento per fornire al mercato un'immagine più solida e accattivante.

Uno di questi casi è l'utilizzo dello strumento di *buyback* per compensare l'effetto di diluizione provocato dall'esercizio delle *stock options* o obbligazioni convertibili.

Le *stock options* sono degli strumenti finanziari che rientrano nel novero delle opzioni (in punto, opzioni *call*) e conferiscono al possessore il diritto di esercitare in un momento futuro il diritto di acquistare, ad un prezzo predeterminato, l'*underlying asset* (in questo caso l'attività sottostante alla *stock option* è l'azione della società emittente).

Il valore di un'opzione dipende dalle seguenti variabili⁴⁶⁹:

- il prezzo di esercizio (*striking price*), cioè il prezzo a cui potete comprare l'attività sottostante, fissato per contratto;
- il valore di mercato dell'attività sottostante;
- il tempo che manca alla scadenza dell'opzione stessa;
- il tasso di interesse *risk free*;
- la volatilità dell'attività sottostante.

⁴⁶⁸ Poiché tale è il concetto di *free cash flow*: la liquidità di cui qui si discute è quella *libera*, al netto dei flussi di cassa che devono essere investiti in progetti a Valore Attuale Netto positivo; dunque ai manager non restano tra le mani che progetti dotati di rendimenti insoddisfacenti. Così M. JENSEN, *op. cit.*, 323: «Free cash flow is cash flow in excess of that required to fund all projects that have positive net present values when discounted at the relevant cost of capital».

⁴⁶⁹ F. BLACK – M. SCHOLES, *The pricing of options and corporate liabilities*, in *Journal of political economy*, 1973, 81, 3, 637 ss.

Ciò che rende meritevole di analisi il nesso tra le operazioni di *buyback* e l'esercizio di un'opzione è che spesso i medesimi soggetti sono al contempo manager di una società che può procedere ad un *repurchase program* e detentori di *stock options*. A partire dagli anni '90 infatti si è diffusa la pratica di assegnare queste opzioni ai dipendenti della società (amministratori compresi), in modo da coniugare l'aspetto retributivo (le opzioni vengono infatti assegnate gratuitamente a tali soggetti e costituiscono di fatto una quota della retribuzione in natura) a finalità di incentivazione. I due fenomeni non sono tuttavia completamente indipendenti⁴⁷⁰, anzi l'uno (l'acquisto di azioni proprie) può essere agevolmente messo in atto per favorire e rendere più profittevole l'altro (l'esercizio del diritto di opzione): se infatti il valore delle opzioni è positivamente correlato al valore delle azioni, i manager in possesso di *stock option* potrebbero mostrarsi riluttanti ad erogare dividendi, preferendo investire la liquidità in eccesso nell'acquisto di proprie azioni.

La positiva correlazione tra la distribuzione di *stock options* e l'effettuazione di *buyback* è stata osservata da diversi autori⁴⁷¹; è stata anche osservata una stretta relazione tra il valore delle opzioni emesse e il numero di azioni acquistate: i flussi attesi in entrata derivanti dal futuro esercizio delle opzioni (che producono all'impresa l'incasso dello *striking price*) hanno permesso ai manager di investire la liquidità nel frattempo presente in azienda per finanziare l'acquisto di azioni proprie⁴⁷².

Come abbiamo illustrato, i detentori di *stock option* non hanno alcun interesse ad assistere ad un deprezzamento dell'attività sottostante e potrebbero essere inclini ad operazioni di acquisto di azioni per mantenere stabile il valore delle opzioni loro assegnate; ma l'acquisto di azioni proprie riveste un'importanza non secondaria anche nel momento in cui le opzioni vengono esercitate⁴⁷³: l'esercizio comporta infatti una

⁴⁷⁰ C. M. KHALE, *When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options*, in *Journal of Financial Economics*, 2002, 63,9: «Strong correlation exists between stock options and both the decision to repurchase and the amount repurchased».

⁴⁷¹ C. LEE - P. ALAM, *Stock Option Measures and the Stock Repurchase Decision*, in *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2004, 23, 329 ss.; C. M. KHALE, *op. cit.*, 7; A. DITTMAR, *op. cit.*, 32; D. N. HURTT - J. G. KREUZE - S. A. LANGSAM, *Stock buybacks and their association with stock option exercised in the IT Industry*, in *American Journal of business*, 2008, 23, 1, 18; L. S. ASJEET - M. M. VIVEK, *The Role of Executive Stock Options in On-Market Share Buybacks*, in *International Review of Finance*, 2010, 34, 5-6, 341.

⁴⁷² Del rapporto di finanziamento tra opzioni acquisto di azioni proprie parlano C. LEE - P. ALAM, *op. cit.*, 348; C. M. KHALE, *op. cit.*, 4 ss.

⁴⁷³ C. LEE - P. ALAM, 348.

riduzione dell'indice EPS⁴⁷⁴, ottenuto dal rapporto tra utili e numero delle azioni in circolazione. Nonostante il valore di un'impresa si misuri, secondo le regole della finanza aziendale, sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici e non su valori ed indici di bilancio (quali l'EPS), l'evidenza empirica mostra una correlazione tra il prezzo delle azioni e il valore dell'utile spettante alla singola azione⁴⁷⁵ (e questo anche grazie alla diffusione della valutazione basata sui multipli di mercato⁴⁷⁶).

Risulta chiaro da questa breve disamina della fattispecie che questo utilizzo dell'acquisto di azioni proprie non viene attuato nello specifico interesse dell'impresa o degli azionisti (ammesso che fra questi ci sia una distinzione) e determina di fatto in concreto un trasferimento di ricchezza dall'impresa e dai suoi azionisti ai detentori di opzioni⁴⁷⁷.

3.3.4 Segue: il buyback per incrementare il valore dell'impresa

Gli annunci dei piani di acquisto di azioni proprie sono generalmente accolti positivamente dal mercato⁴⁷⁸, e questo per due ordini di motivi⁴⁷⁹:

- gli investitori inferiscono dall'annuncio che l'impresa sia al momento sottostimata (o, al più, correttamente stimata) nel suo valore complessivo, circostanza che giustifica un investimento in azioni proprie. Questo giudizio di convenienza, che l'impresa indirettamente compie acquistando le proprie azioni, si basa ragionevolmente e necessariamente sull'attualizzazione dei flussi di cassa operativi prospettici: quindi l'acquisto di azioni proprie comunica agli investitori che i manager ripongono ragionevole fiducia sul futuro positivo andamento dei flussi di cassa dell'azienda;
- l'impiego di risorse finanziarie nel programma di riacquisto riduce la possibilità che il management impieghi la liquidità in progetti a Valore Attuale Netto negativo (distruggendo in tal modo valore): il mercato accoglie quindi positivamente

⁴⁷⁴ Earnings Per Share, equivalente all'italiano Utili Per Azione (UPA).

⁴⁷⁵ L. S. ASJEET – M. M. VIVEK, *op. cit.*, 344.

⁴⁷⁶ C. M. KHALE, *op. cit.*, 8.

⁴⁷⁷ L. S. ASJEET – M. M. VIVEK, *op. cit.*, 344.

⁴⁷⁸ Come confermato anche da A. CROCE – D. DAMINELLI – G. GIUDICI, *op. cit.*, 74: «The empirical evidence generally highlights a positive abnormal return of the company stock price at the announcement of a share repurchase».

⁴⁷⁹ N. ABUAF, *Excess cash and shareholder payout strategies*, in *Journal of applied corporate finance*, 2012, 24, 3, 40.

l'annuncio, sulla base della considerazione che l'acquisto di azioni proprie viene effettuato quando il management prezzi l'impresa meglio di quanto il mercato non faccia⁴⁸⁰.

Un recente studio⁴⁸¹ è addirittura riuscito ad evidenziare *performance* più elevate nelle imprese che hanno fatto ricorso al *buyback* rispetto alle altre, in termini di *Economic Value Added*, segnalando lo strumento dell'acquisto di azioni proprie come una valida alternativa per creare valore⁴⁸².

L'utilizzo dello strumento del *buyback* per incrementare il prezzo dei titoli azionari non deve però essere limitato al raggiungimento di obiettivi contingenti e non dovrebbe essere finalizzato all'ottenimento di rialzi temporanei delle quotazioni⁴⁸³: uno degli obiettivi del management è quello di massimizzare il valore dell'impresa in sé, prolungandone la vita utile o incrementando i flussi di cassa prospettici, perseguendo i suoi scopi istituzionali originari o attuando innovazioni strategiche per adattare la struttura ad un nuovo contesto competitivo. In quest'ottica, l'impiego di risorse finanziarie nell'acquisto di azioni proprie dovrebbe essere effettuato solo qualora risulti una valida alternativa in termini di costo opportunità del capitale⁴⁸⁴.

3.4 Le azioni proprie nei gruppi di società

Il moderno sistema imprenditoriale è oggi caratterizzato da una presenza sempre maggiore di rapporti di controllo e collegamento delle società⁴⁸⁵ a testimonianza del fatto che i sistemi di produzione economica tendono ad evolversi verso forme

⁴⁸⁰ Ed in tal caso il *repurchase program* avrà VAN positivo (o al più nullo), come osserva N. ABUAF, *op. cit.*, 52.

⁴⁸¹ B. GUP – D. NAM, *Stock buybacks, corporate performance, and EVA*, in *Journal of applied corporate finance*, 2011, 14, 1, 99 ss.

⁴⁸² B. GUP – D. NAM, *op. cit.*, 108.

⁴⁸³ Anche se N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012, 19 rileva che l'aumento del prezzo delle azioni al momento dell'annuncio dell'acquisto di azioni proprie, per quanto temporaneo nel caso non venga poi dato seguito al programma di acquisto, costituisce già di per sé un'occasione di realizzare immediati guadagni.

⁴⁸⁴ Così B. POZZO, *L'acquisto di azioni proprie. La storia di un problema in un'analisi di diritto comparato*, Milano, 2003, 91 che lo definisce «il tasso di rendimento minimo che l'investitore si aspetta di ricevere da un progetto rinunciando all'investimento finanziario di pari rischio».

⁴⁸⁵ S.W. MANDRA', *Limiti all'acquisto di azioni emesse dalla controllante da parte di controllata indiretta*, in *Notariato*, 2003, 576.

istituzionalmente complesse⁴⁸⁶; da ciò non può che discendere la necessità di esaminare gli strumenti che rendono possibili queste interrelazioni, tenendo presente che essi si espongono ai medesimi profili di critica e risultano potenzialmente lesivi dei medesimi interessi che riguardano anche le azioni proprie⁴⁸⁷.

Il Legislatore italiano ha nel tempo⁴⁸⁸ cercato di limitare le operazioni di acquisto di azioni di altre società le cui finalità o i cui effetti risultassero lesivi dell'integrità del patrimonio sociale dell'acquirente (ma anche dell'acquisita), che sono oggi disciplinate dagli articoli dal 2359-bis al 2361 c.c.

Il principio alla base della disciplina della partecipazione di società di capitali in altre imprese⁴⁸⁹ è enunciato dal primo comma dell'art. 2361⁴⁹⁰ c.c.: esso vuole impedire che la partecipazione di una società in un'altra si concretizzi in una modifica occulta⁴⁹¹ dell'oggetto sociale, che si attegga dunque a limite invalicabile⁴⁹², della prima⁴⁹³.

⁴⁸⁶ A. LAI, *Gruppi aziendali e bilancio consolidato*, in AA.VV., *Bilancio consolidato*, Milano, Il Sole 24 ore, 2011, 1. Già nella seconda metà del secolo scorso Cottino scriveva: «L'evoluzione verso forme societarie gigantesche e la tendenza alla concentrazione imprenditoriale costituiscono un dato fisiologico irreversibile, dettato anche da esigenze di competitività economica internazionale»: G. COTTINO, *Diritto commerciale*, Padova, Cedam, 1976, 606.

⁴⁸⁷ Per un'analisi degli effetti che i fenomeni di *cross-ownership* generano sull'andamento dei prezzi di borsa di aziende collegate tra loro, si rimanda a B. M. ROEHNER, *Stock markets are not what we think they are: the key roles of cross-ownership and corporate treasury stock*, in *Physica A*, 2005, 347, 613 ss.

⁴⁸⁸ Già il testo originale del R.D. 16 marzo 1942, n. 262 conteneva l'art. 2359 che al primo comma disponeva: «Le società non possono investire, nemmeno parzialmente, il proprio capitale in azioni della società che esercita il controllo su di esse».

⁴⁸⁹ A favore di un'applicazione analogica o estensiva dell'art. 2361 c.c. dettato in tema di s.p.a. si è espressa la dottrina «pressoché unanime», come precisato da G. B. PORTALE, *L'acquisto di azioni della controllante da parte di società controllata*, in *Quadrimestre. Rivista di diritto privato*, 1986, 290.

⁴⁹⁰ Art. 2361 c.c. - Partecipazioni: «L'assunzione di partecipazioni in altre imprese, anche se prevista genericamente nello statuto, non è consentita, se per la misura e per l'oggetto della partecipazione ne risulta sostanzialmente modificato l'oggetto sociale determinato dallo statuto. L'assunzione di partecipazioni in altre imprese comportante una responsabilità illimitata per le obbligazioni delle medesime deve essere deliberata dall'assemblea; di tali partecipazioni gli amministratori danno specifica informazione nella nota integrativa del bilancio».

⁴⁹¹ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2011, 774; G. COTTINO, *op. cit.*, 604.

⁴⁹² A. COLAVOLPE, *Azioni ed altri strumenti partecipativi*, Milano, 2010, 248.

⁴⁹³ L'effettività di questo divieto dipende dalla precisione con cui si suole indicare l'oggetto sociale: se dunque si ammettessero oggetti sociali generici o onnicomprensivi, esso avrebbe ridotta applicazione (e applicabilità): così F. GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, Zanichelli, Bologna, 2003, 233.

3.4.1 Incroci azionari e sottoscrizione di azioni della controllante

Le partecipazioni reciproche o incrociate, che si creano qualora una società sia partecipata da un'altra società in cui la prima partecipi, possono rappresentare un pericoloso strumento per falsare la consistenza patrimoniale, incrementarne artificialmente il volume e produrne l'annacquamento⁴⁹⁴ ovvero alterare i rapporti tra maggioranza e minoranza⁴⁹⁵; l'incrocio assume inoltre rilievi particolarmente preoccupanti qualora una delle due società sia quotata o fra esse intercorra un rapporto di controllo.

Ciò che dunque il Legislatore intende limitare con le norme di seguito analizzate non è il ricorso *fisiologico* allo strumento di partecipazione incrociata, sintomo talvolta inevitabile della crescente complessità che le imprese devono affrontare per mantenere competitività, quanto più le manifestazioni *patologiche* e il ricorso *abusivo* alla pratica delle partecipazioni incrociate, che possono risolversi in scambi «carta contro carta»⁴⁹⁶.

Un primo divieto assoluto riguarda la sottoscrizione reciproca di azioni⁴⁹⁷ ossia quelle operazioni che, seppur non strettamente contestuali in senso temporale⁴⁹⁸, risultino funzionalmente collegate e finalizzate ad ottenere una moltiplicazione di capitali sociali⁴⁹⁹. Essa realizza, mediante l'impiego della medesima somma di denaro, nella costituzione o nell'aumento di capitale di due diverse società⁵⁰⁰, incrementando fittiziamente i due capitali sociali senza apportare alcun beneficio patrimoniale

⁴⁹⁴ G. E. COLOMBO, *Per una disciplina «comune» delle partecipazioni reciproche*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000, I, 813.

⁴⁹⁵ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *op. ult. cit.*, 778 ss.

⁴⁹⁶ G. COTTINO, *op. cit.*, 606 ss.

⁴⁹⁷ Art. 2360 c.c. - Divieto di sottoscrizione reciproca di azioni: «È vietato alle società di costituire o di aumentare il capitale mediante sottoscrizione reciproca di azioni, anche per tramite di società fiduciaria o per interposta persona».

⁴⁹⁸ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *op. ult. cit.*, 780; M. BIONE, *Sub. art. 2360*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Nicolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, 409 ss.

⁴⁹⁹ In assenza di un accordo tra le due società che testimoni l'intenzione di realizzare l'operazione all'interno di un gruppo, infatti, il divieto suddetto non opera: così A. COLAVOLPE, *op. cit.*, 246.

⁵⁰⁰ F. GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, Zanichelli, Bologna, 2003, 232.

aggiuntivo⁵⁰¹. Nonostante nulla il Legislatore disponga riguardo alla sanzione prevista per la violazione del divieto, la dottrina quasi unanime tende ad individuarla nella nullità di entrambe le sottoscrizioni e il conseguente obbligo di riduzione del capitale e annullamento delle corrispondenti azioni⁵⁰².

L'assolutezza di questo divieto e la radicalità della relativa sanzione, pur ponendosi il predetto divieto in continuità con quello di anticipazione dei conferimenti⁵⁰³, è stata criticata⁵⁰⁴ per l'eccessiva rigidità che presenta in confronto alla disciplina dettata per l'acquisto reciproco di azioni: quest'ultima fattispecie trova infatti nella disciplina codicistica (e, segnatamente, negli artt. 2359-bis e seguenti) solo alcuni limiti, pur costituendo nell'attuazione pratica un fenomeno assimilabile, anche se meno evidente, di quello rigidamente vietato⁵⁰⁵.

3.4.2 Acquisto di azioni della controllante

In via generale il nostro ordinamento consente liberamente la creazione di incroci azionari senza alcun limite⁵⁰⁶, salvo il caso che tra la società emittente e acquirente intercorra un rapporto di controllo⁵⁰⁷: in tal caso, accanto al rischio di annacquamento patrimoniale, si profila la possibilità di creare una leva di potere che la controllante potrebbe utilizzare alla fine di eludere il divieto di acquisto diretto o di sottoscrizione di azioni proprie, indirizzando le decisioni della controllata in virtù dell'influenza che vi

⁵⁰¹ M. NOTARI, *Le società azionarie. Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Giuffrè, 2006, 156.

⁵⁰² M. BIONE, *op. cit.*, 410.

⁵⁰³ Art. 2626 c.c. – Indebita restituzione dei conferimenti: «Gli amministratori che, fuori dei casi di legittima riduzione del capitale sociale, restituiscono, anche simulatamente, i conferimenti ai soci o li liberano dall'obbligo di eseguirli, sono così puniti con la reclusione fino a un anno».

⁵⁰⁴ Così G. E. COLOMBO, *op. cit.*, 826 ss.; M. BIONE, *op. cit.*, 410.

⁵⁰⁵ G. E. COLOMBO, *op. cit.*, 827

⁵⁰⁶ U. MORERRA – M. SCIUTO, *Acquisizione della società partecipante e possesso sopravvenuto di azioni proprie*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2008, I, 532: «La “regola”, nel nostro ordinamento, è che gli incroci azionari sono del tutto liberi, senza alcun limite, almeno sino a che non si instauri un rapporto di controllo».

⁵⁰⁷ L'art. 2359 c.c. definisce «controllata» una società in cui un'altra società disponga della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria (c.d. controllo di diritto) o disponga dei voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria (c.d. controllo di fatto) o qualora particolari vincoli contrattuali consentano ad una società di esercitare un'influenza dominante su un'altra (c.d. controllo esterno).

esercita⁵⁰⁸: essendo la società controllata-acquirente nella «totale disponibilità» della controllante, quest'ultima potrebbe con questo meccanismo aggirare i limiti previsti per l'acquisto di azioni proprie, ponendosi dunque analoghi problemi di regolamentazione⁵⁰⁹. Inoltre la disciplina in esame mira a preservare il corretto funzionamento degli organi sociali e «preservare la contendibilità del controllo societario»⁵¹⁰.

L'acquisto di partecipazioni (azioni o quote) emesse da una società che esercita il controllo sull'acquirente è sottoposta alle condizioni previste dall'art. 2359-bis⁵¹¹ c.c. e segnatamente:

- l'acquisto deve essere preventivamente autorizzato dall'assemblea della società emittente (controllante);

⁵⁰⁸ U. MORERRA – M. SCIUTO, *op. cit.*, 533. A tal proposito Scotti Camuzzi: «infatti, più precisamente, le azioni della controllata, posseduta dalla controllante rappresentano il patrimonio (netto) della prima, patrimonio che a sua volta è costituito (...) da azioni della controllante e quindi da azioni che ancora rappresentano (il patrimonio della controllante stessa e cioè) azioni della controllata», in S. SCOTTI CAMUZZI, *La società per azioni come impresa e altri studi in tema di regole giuridiche dell'attività economica*, Milano, Giuffrè, 1979, 227.

⁵⁰⁹ A. BENOCCI, *Azioni proprie [aggiornamento-2007]*, in *Digesto commerciale*, Utet, Torino, 100.

⁵¹⁰ A. VISCUSI, *Limiti all'acquisto e alla detenzione di azioni proprie e di società controllate: controllo "indiretto", controllo "esterno" e controllo "sopravvenuto"*, in *Diritto fallimentare*, 2004, II, 418.

⁵¹¹ Art. 2359-bis c.c. - Acquisto di azioni o quote da parte di società controllate: «La società controllata non può acquistare azioni o quote della società controllante se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate.

L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea a norma del secondo comma dell'articolo 2357.

In nessun caso il valore nominale delle azioni o quote acquistate a norma dei commi primo e secondo può eccedere la quinta parte del capitale della società controllante qualora questa sia una società che faccia ricorso al mercato del capitale di rischio, tenendosi conto a tal fine delle azioni o quote possedute dalla medesima società controllante e dalle società da essa controllate. Una riserva indisponibile, pari all'importo delle azioni o quote della società controllante iscritto all'attivo del bilancio deve essere costituita e mantenuta finché le azioni o quote non siano trasferite.

La società controllata da altra società non può esercitare il diritto di voto nelle assemblee di questa.

Le disposizioni di questo articolo si applicano anche agli acquisti fatti per il tramite di società fiduciaria o per interposta persona».

- la società può impiegare per l'acquisto un importo non eccedente l'ammontare degli utili distribuibili e delle riserve disponibili; ciò consente di evitare una «nullificazione del capitale della società controllata»⁵¹²;
- possono essere oggetto di acquisto solo azioni interamente liberate;
- se la società controllante fa ricorso al mercato del capitale di rischio, la controllata potrà acquistarne le azioni solo nel limite della quinta parte del capitale della società emittente, dovendosi a tal fine computare le «azioni o quote possedute dalla medesima società controllante e dalle società da essa controllate»;
- il possesso delle azioni non attribuisce alla società controllata il diritto di voto nelle assemblee della controllante; questo requisito, introdotto con la mini-riforma del 1974⁵¹³, impedisce che gli amministratori della controllante possano esercitare un controllo su sé stessi⁵¹⁴;
- a seguito dell'acquisto deve essere costituita una riserva indisponibile pari al valore delle azioni o quote detenute nella controllante.

L'attuale formulazione dell'art. 2359-bis c.c. ricalca la struttura dell'art. 2357 c.c.,⁵¹⁵ imponendo per questo tipo di acquisti le medesime condizioni previste per l'acquisto di proprie azioni.

L'art. 2359-ter⁵¹⁶ c.c. integra la disposizione precedente prevedendo le sanzioni collegate al relativo divieto; come nel caso delle azioni proprie, gli atti che hanno condotto al superamento delle condizioni non sono affetti da invalidità e la norma impone alla società di procedere alla vendita della quota di partecipazione eccedente entro un anno (termine che può essere dilatato a tre anni qualora ricorra uno dei casi speciali di cui alla disposizione seguente) ovvero procedere all'annullamento delle medesime azioni o quote.

⁵¹² G. B. PORTALE, *op. cit.*, 292.

⁵¹³ Legge 7 giugno 1974, n. 216 di conversione con modificazioni del d.l. 8 aprile 1974, n. 95.

⁵¹⁴ F. GALGANO, *op. cit.*, 231.

⁵¹⁵ Di omologia parla G. B. PORTALE, *op. cit.*, 295.

⁵¹⁶ Art. 2359-ter c.c. - Alienazione o annullamento delle azioni o quote della società controllante: «Le azioni o quote acquistate in violazione dell'articolo 2359-bis devono essere alienate secondo modalità da determinarsi dall'assemblea entro un anno dal loro acquisto.

In mancanza, la società controllante deve procedere senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale, con rimborso secondo i criteri indicati dagli articoli 2437-ter e 2437-quater. Qualora l'assemblea non provveda, gli amministratori e i sindaci devono chiedere che la riduzione sia disposta dal tribunale secondo il procedimento previsto dall'articolo 2446, secondo comma».

Analogamente alla disciplina delle proprie azioni, la sanzione prevista trova un'applicazione attenuata qualora ricorrano «casi speciali di acquisto o di possesso di azioni o quote della società controllante»⁵¹⁷: questi possono verificarsi contestualmente ad un caso speciale di acquisto delle proprie azioni (acquisto a titolo gratuito, per effetto di successione universale o fusione o scissione, in occasione di esecuzione forzata per il soddisfacimento di un credito) ovvero, e soprattutto, essere riconducibili a circostanze sopravvenute. Quest'ultimo trattamento derogatorio in particolare (previsto dal comma 3) trova origine nella *ratio* dell'intera disciplina: la ragione delle condizioni imposte dal 2359-bis c.c. consiste nel fatto che l'acquisizione di azioni da parte della controllata è assimilabile all'acquisto di proprie azioni (effettuato dalla controllante in proprio) solo in quanto l'acquirente sia *già* sottoposta ad un rapporto di controllo. Ciò spiega la ragione della ridotta pericolosità dell'acquisto quando il controllo sia sopravvenuto e successivo⁵¹⁸: nonostante il risultato complessivo sia il medesimo (la detenzione di azioni proprie per il tramite della società controllata) e illegittima sia la prosecuzione del possesso, non è detto che l'operazione costituente "circostanza sopravvenuta" non sia meritevole di tutela.⁵¹⁹

La disciplina si chiude con il divieto di sottoscrizione di azioni o quote delle società controllante⁵²⁰, che viene sanzionato imputando l'azione ai sottoscrittori "materiali",

⁵¹⁷ Art. 2359-quater c.c. - Casi speciali di acquisto o di possesso di azioni o quote della società controllante: «Le limitazioni dell'articolo 2359-bis non si applicano quando l'acquisto avvenga ai sensi dei numeri 2, 3 e 4 del primo comma dell'articolo 2357-bis.

Le azioni o quote così acquistate, che superino il limite stabilito dal terzo comma dell'articolo 2359-bis, devono tuttavia essere alienate, secondo modalità da determinarsi dall'assemblea, entro tre anni dall'acquisto. Si applica il secondo comma dell'articolo 2359-ter.

Se il limite indicato dal terzo comma dell'articolo 2359-bis è superato per effetto di circostanze sopravvenute, la società controllante, entro tre anni dal momento in cui si è verificata la circostanza che ha determinato il superamento del limite, deve procedere all'annullamento delle azioni o quote in misura proporzionale a quelle possedute da ciascuna società, con conseguente riduzione del capitale e con rimborso alle società controllate secondo i criteri indicati dagli articoli 2437-ter e 2437-quater. Qualora l'assemblea non provveda, gli amministratori e i sindaci devono chiedere che la riduzione sia disposta dal tribunale secondo il procedimento previsto dall'articolo 2446, secondo comma».

⁵¹⁸ U. MORERRA – M. SCIUTO, *op. cit.*, 533 ss.

⁵¹⁹ A. VISCUSI, *op. cit.*, 424 ss.

⁵²⁰ Art. 2359-quinquies c.c. - Sottoscrizione di azioni o quote delle società controllante: «La società controllata non può sottoscrivere azioni o quote della società controllante.

Le azioni o quote sottoscritte in violazione del comma precedente si intendono sottoscritte e devono essere liberate dagli amministratori, che non dimostrino di essere esenti da colpa.

limitando in una certa misura la «capacità di azione e di rappresentanza degli amministratori della società controllata»⁵²¹.

3.4.3 Acquisto di azioni della controllante quotata

Come visto sopra, la generale regola di libertà di incroci azionari, trova alcuni limiti quando tra le due società intercorra un rapporto di controllo; un'altra eccezione alla regola si presenta quando almeno una delle società protagoniste dell'incrocio sia quotata.

Il Testo Unico della Finanza⁵²², sostituendo la previgente l. 7 giugno 1974, n. 216 impone di informare la Consob qualora entrambe le società superino il limite della partecipazione al capitale del 2% o del 10%, salvo il caso che i predetti limiti siano stati superati a seguito di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio finalizzata all'acquisizione del 60% delle azioni ordinarie (art. 121 TUF).

Questa disciplina tuttavia non opera se oggetto della partecipazione sono azioni prive del diritto di voto⁵²³ né qualora tra le società viga un rapporto di controllo, trovando applicazione l'art. 2359-bis c.c.

Chiunque abbia sottoscritto in nome proprio, ma per conto della società controllata, azioni o quote della società controllante è considerato a tutti gli effetti sottoscrittore per conto proprio. Della liberazione delle azioni o quote rispondono solidalmente gli amministratori della società controllata che non dimostrino di essere esenti da colpa».

⁵²¹ A. ARRIGONI, *Le azioni proprie divengono "di gruppo"*, in *Contratti*, 1994, 460.

⁵²² Art. 121 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - Termini e modalità di comunicazione: «La comunicazione delle partecipazioni, anche potenziali, e della posizione lunga complessiva, è effettuata senza indugio e comunque entro cinque giorni di negoziazione, decorrenti dal giorno dell'operazione idonea a determinare il sorgere dell'obbligo, indipendentemente dalla data di esecuzione, ovvero da quello in cui il soggetto tenuto all'obbligo è informato degli eventi che comportano modifiche del capitale sociale di cui all'articolo 117, comma 2 397.

La comunicazione è effettuata mediante l'utilizzo dei modelli previsti nell'Allegato 4A 398.

Qualora più soggetti non legati da rapporti di controllo siano tenuti ad obblighi di comunicazione relativi alla medesima partecipazione, tali obblighi possono essere assolti anche da uno solo di essi, purché sia garantita la completezza delle informazioni dovute da tutti i soggetti interessati anche in relazione ad eventuali ulteriori partecipazioni detenute da ciascuno di essi e ferma restando la responsabilità dei singoli soggetti tenuti alla comunicazione».

⁵²³ F. FERRARA jr. - F. CORSI, *op. ult. cit.*, 787.

3.4.4 La rappresentazione consolidata

Il bilancio consolidato è stato definito come «quello strumento di misurazione economica che si propone di dare conto (...) della situazione economica, finanziaria e patrimoniale riferibile a (...) complessi di imprese, se e quando costituiti in forma di gruppo»⁵²⁴.

Le norme che presiedono al bilancio consolidato per le società italiane non sono uniformi:

- per le società quotate, società con strumenti finanziari diffusi, banche, enti finanziari vigilati e società di assicurazioni si applicano i principi contabili internazionali, e segnatamente: IFRS 3 (*Aggregazioni aziendali*), 8 (*Settori operativi*), 10 (*Bilancio consolidato*), 11 (*Accordi a controllo congiunto*), 12 (*Informativa sulle partecipazioni in altre entità*) e IAS 28 (*Partecipazioni in società collegate e joint venture*);
- mentre le società consolidate da società quotate, da società con strumenti finanziari diffusi, da banche e enti finanziari vigilati; le altre società che redigono il bilancio consolidato (escluse quelle minori); le altre società consolidate da società che redigono il bilancio consolidato (escluse quelle minori), applicano il capo III del d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127 e il principio Oic n. 17 (aggiornato al 16 settembre 2005), con la facoltà di poter applicare invece i principi contabili internazionali.

Prima di esporre in quali termini sia rinvenibile nel bilancio consolidato una posta denominata *azioni proprie* giova ricordare che le partecipazioni in altre imprese subiscono nel bilancio consolidato un trattamento differente a seconda che esse assumano o meno la funzione di legare una società al gruppo (*recte*: all'area di consolidamento⁵²⁵).

Le partecipazioni di controllo sono oggetto del c.d. *assestamento analitico*, procedimento di consolidamento con il quale vengono eliminati il valore della partecipazione nel bilancio d'esercizio della controllante e la corrispondente frazione

⁵²⁴ A. LAI, *op. cit.*, 1.

⁵²⁵ Il gruppo è composto da «tutte le imprese soggette alla direzione unitaria esercitata dalla capogruppo», a prescindere dalla tipologia di strumento di collegamento adottato. L'area di consolidamento è costituita invece dal compendio di imprese che vengono rappresentate nel bilancio consolidato, legate tra loro da relazioni formali di controllo e collegamento. Così C. SACCON, *Il controllo nella rappresentazione contabile del gruppo*, in AA. VV., *Bilancio consolidato*, Milano, Il Sole 24 ore, 2011, 30.

del patrimonio netto: in tal modo nel bilancio consolidato verrà dato conto solamente dei valori sorti negli scambi tra il gruppo e terze economie (c.d. gestione esterna⁵²⁶), eliminando i valori reciproci (o talvolta, reinterprestandoli) considerando le imprese rientranti nell'area di consolidamento come un organismo unitario⁵²⁷.

Le partecipazioni e titoli azionari che non permettono di esercitare influenza dominante o notevole sulla partecipata, invece, sono indicati nel bilancio consolidato e classificati come immobilizzazioni o poste dell'attivo circolante⁵²⁸.

Le azioni proprie nel consolidato sono costituite sia dalle azioni proprie detenute dalla capogruppo sia dalle azioni emesse dalla capogruppo e detenute da una o più consociate⁵²⁹ appartenenti all'area di consolidamento⁵³⁰. Le poste *azioni proprie* così esposte nell'attivo del bilancio consolidato vengono "controbilanciate" da una riserva apposta al passivo, di eguale valore⁵³¹.

Gli *standard* internazionali (e segnatamente lo IAS 32⁵³²), a differenza della normativa nazionale, non contemplan le azioni proprie come poste attive di bilancio meritevoli di

⁵²⁶ L. RINALDI, *La logica delle elaborazioni di consolidamento*, in AA. VV., *Bilancio consolidato*, Milano, Il Sole 24 ore, 2011, 149.

⁵²⁷ Principio OIC n. 17 (aggiornato al 16 settembre 2005), 72: «Tale operazione consiste nella sostituzione del conto partecipazione con le attività e le passività della partecipata. Poiché lo stato patrimoniale consolidato deve esporre la situazione patrimoniale-finanziaria del gruppo come se fosse un'unica azienda, l'evidenza della proprietà tra i componenti il gruppo va eliminata.

Devono essere eliminate le partecipazioni in imprese incluse nel consolidamento e le corrispondenti frazioni del patrimonio netto di queste».

⁵²⁸ A seconda che siano o meno destinati a permanere nel portafoglio di attività per un orizzonte temporale superiore ai 12 mesi.

⁵²⁹ Principio OIC n. 17 (aggiornato al 16 settembre 2005), 54: «Le azioni proprie della capogruppo vanno rilevate anche nel bilancio consolidato come azioni proprie del gruppo.

Nel caso in cui esistano delle partecipazioni reciproche, la società capogruppo deve considerare le sue azioni possedute dalla partecipata come se fossero delle azioni proprie. (...) Per quanto riguarda il criterio di valutazione da applicare a tali azioni, la prassi contabile consiglia di iscriverle nello stato patrimoniale consolidato al loro costo d'acquisto.

(...) Le azioni proprie detenute da controllate si eliminano in contropartita all'eliminazione della riserva per azioni proprie in portafoglio. Tale operazione può produrre effetti sulla determinazione della differenza fra costo e frazione del patrimonio netto della partecipata».

⁵³⁰ R. VIGANO', *La valutazione delle unità di gruppo escluse dall'area di consolidamento*, in AA. VV., *Bilancio consolidato*, Milano, Il Sole 24 ore, 2011, 131.

⁵³¹ Principio OIC n. 17 (aggiornato al 16 settembre 2005), 54: «Nel patrimonio netto consolidato deve essere costituita una riserva indisponibile pari all'importo che compare nell'attivo (sia immobilizzato che circolante)».

⁵³² IAS 32, *International Accounting Standard* (aggiornato al 31 dicembre 2013), paragrafi 33 e

essere allocate tra le attività dello stato patrimoniale⁵³³: per questo motivo l'effetto che l'acquisto di azioni proprie produce nel bilancio consolidato è una riduzione patrimoniale⁵³⁴.

3.5 Le azioni proprie come difesa dalle scalate ostili

La convenienza da parte della società acquirente ad acquisire la società *target* consiste nel (supposto) maggior valore che le due imprese assumeranno dopo l'acquisizione rispetto ai loro valori singolarmente presi (c.d. valore *stand alone*)⁵³⁵: la possibilità di gestire in modo più efficiente l'impresa *target* o di creare delle sinergie (operative, fiscali o finanziarie) tra le due società conduce l'acquirente a formulare un'offerta di acquisto per la società *target* ad un prezzo sensibilmente superiore a quello di mercato (dal momento che esso incorpora anche parte delle aspettative post-acquisizione)⁵³⁶.

Dal momento che le offerte pubbliche di acquisto (o.p.a.) sono indirizzate direttamente ai soci e «non richiedono la cooperazione degli amministratori nella società bersaglio»⁵³⁷, la prospettiva dell'acquisizione può risultare sgradita al *management* ed in tal caso si parlerà di o.p.a. *ostile*.

34: «33. If an entity reacquires its own equity instruments, those instruments ('treasury shares') shall be deducted from equity. No gain or loss shall be recognised in profit or loss on the purchase, sale, issue or cancellation of an entity's own equity instruments. Such treasury shares may be acquired and held by the entity or by other members of the consolidated group. Consideration paid or received shall be recognised directly in equity.

34. The amount of treasury shares held is disclosed separately either in the statement of financial position or in the notes, in accordance with IAS 1 Presentation of Financial Statements. An entity provides disclosure in accordance with IAS 24 Related Party Disclosures if the entity reacquires its own equity instruments from related parties».

⁵³³ R. VIGANO', *op. cit.*, 134.

⁵³⁴ Esistono a tal proposito due possibili modalità di rilevazione, chiamate *cost method* e *par value method*, per il cui approfondimento si rimanda a R. VIGANO', *op. cit.*, 135.

⁵³⁵ Per il modello della stratificazione del valore si veda M. MASSARI - L. ZANETTI, *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2008, 375 ss.

⁵³⁶ G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle società*, 2000, 5, 741.

⁵³⁷ G. FERRARINI, *op. cit.*, 740 ss.

Per rendere l'acquisizione meno appetibile la società bersaglio può porre in essere delle barriere o delle strategie difensive⁵³⁸, come ad esempio⁵³⁹: aumento di capitale; conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie; stipulazione di sindacati azionari; tra questi vi rientrano anche: l'acquisto di azioni proprie e il programma di opzioni per l'acquisto di azioni proprie.

Nel primo caso⁵⁴⁰, con l'acquisto preventivo di azioni proprie la società può ottenere l'effetto di aumentare l'influenza del gruppo di comando preesistente (riducendo la percentuale di capitale necessaria per poter esercitare il controllo in assemblea) ovvero sottrarre all'offerente la possibilità di "rastrellare" sul mercato un consistente pacchetto di azioni, riducendo il flottante⁵⁴¹; l'acquisto preventivo può inoltre provocare l'incremento del prezzo d'offerta rendendo più oneroso l'acquisto da parte del soggetto scalatore.

Con lo *stock option program*⁵⁴² la società attribuisce agli azionisti come dividendo il diritto di acquistare azioni dell'emittente entro un determinato periodo di tempo ad un prefissato prezzo di esercizio; se l'esercizio di tale opzione è condizionato da un evento ritenuto potenzialmente allarmante (es. l'annuncio del lancio di un'o.p.a. ovvero l'acquisizione di un pacchetto azionario rilevante da parte di un unico soggetto), questo strumento può rientrare anche nelle tattiche di difesa preventiva, producendo l'effetto di rendere più difficoltosa la scalata sgradita.

L'acquisto di azioni proprie, oltre che strumento difensivo e preventivo, può essere utilizzato anche durante una scalata per riacquistare il controllo della società dopo che lo scalatore si sia già imposto: questa strategia, nota come *greenmail* e diffusa soprattutto negli Stati Uniti, prevede che la società offra allo scalatore un prezzo sensibilmente vantaggioso (rispetto alle quotazioni di mercato) per incentivarlo a vendere il pacchetto di azioni già acquistate e desistere alla scalata⁵⁴³; questo tipo di strategia avvantaggia senza dubbio gli amministratori e gli azionisti di maggioranza a

⁵³⁸ G. FERRARINI, *op. cit.*, 738; P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 172.

⁵³⁹ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2011, 845.

⁵⁴⁰ A. VENTURINI – D. FEZZARDI, *Acquisto di azioni proprie, i risvolti contabili*, in *Amministrazione e finanza*, 2012, 4, 6; G. FERRARINI, *op. cit.*, 777; V. ANTONELLI, *Le azioni proprie: profili contabili*, in *Contabilità Finanza e controllo*, 2013, 4, 6.

⁵⁴¹ Il flottante è il numero di azioni circolanti, emesse da una società, non rappresentative della parte di capitale che costituisce partecipazione di controllo: così si legge in www.borsaitaliana.it.

⁵⁴² G. FERRARINI, *op. cit.*, 769.

⁵⁴³ P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 173.

scapito della minoranza, la quale assiste al tramonto della scalata (della quale avrebbe potuto beneficiare, considerato che in caso di scalate, lo scalatore tende ad offrire un prezzo di acquisto superiore a quello di mercato in vista di possibili sinergie che potrebbero derivargli dall'acquisizione) e all'impiego di risorse sociali per l'acquisto di azioni proprie ad un prezzo superiore al loro valore di mercato.

3.6 Il ruolo delle azioni proprie nelle operazioni straordinarie

La possibile esistenza di azioni proprie nel patrimonio di società che partecipano ad un'operazione di fusione o scissione⁵⁴⁴ merita un'apposita e separata trattazione dal momento che essa causa delle deviazioni nell'ordinario trattamento dell'operazione⁵⁴⁵.

L'ammissibilità e il ruolo che le azioni proprie giocano all'interno della disciplina della fusione e della scissione sono contenute negli artt. 2504-ter e 2357-bis c.c., introdotti rispettivamente con il d.lgs. 16 gennaio 1991, n. 22 e d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30.

Per esaminare le fattispecie regolate dal Legislatore, seguiremo la seguente tripartizione⁵⁴⁶:

- il caso in cui almeno una delle società partecipanti all'operazione detenga azioni proprie;
- il caso in cui una delle società partecipanti all'operazione sia partecipata da un'altra società e quest'ultima si atteggi a incorporante;
- il caso in cui una delle società partecipanti all'operazione sia partecipata da un'altra società e quest'ultima si atteggi a incorporante.

I primi due casi sono regolati dall'art. 2504-ter c.c., che contiene un divieto assoluto del seguente tenore:

⁵⁴⁴ «La scissione si caratterizza così come quell'operazione nella quale, a fronte del trasferimento dell'intero patrimonio o di parte di esso ad opera della scissa, le società beneficiarie assegnano proprie azioni o quote ai soci della medesima scissa»: F. SPERONELLO, *La scissione di società fra tipicità ed autonomia negoziale: un caso di assegnazione di quote della scissa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2001, II, 296.

⁵⁴⁵ L. ARDIZZONE, *Le azioni proprie nella fusione e nella scissione*, Giuffrè, Milano, 2011, 15 ss. riconduce alla presenza di azioni proprie l'insorgenza di «problemi ulteriori e in qualche modo accentuati rispetto a quanto avviene nella disciplina ordinaria del fenomeno».

⁵⁴⁶ Proposta da L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 16.

- a) la società risultante dalla fusione non può assegnare alle società partecipanti alla fusione azioni di nuova emissione in sostituzione delle azioni proprie possedute da queste ultime; è dunque vietato il concambio di azioni proprie e di azioni possedute da altra società partecipante alla fusione a vantaggio di una società partecipante alla fusione in senso proprio;
- b) la società incorporante non può assegnare alle società partecipanti alla fusione azioni proprie in sostituzione delle azioni proprie possedute da queste ultime né in sostituzione di partecipazioni che le incorporate possedevano nell'incorporante. È dunque vietato il concambio per le azioni o quote delle incorporande possedute dall'incorporante.

L'art. 2357-bis c.c. invece consente all'incorporante di acquisire le azioni da essa in precedenza emesse rientranti nei patrimoni delle società incorporate: tali azioni acquisiscono così lo *status* di azioni proprie, venendo ricomprese nel patrimonio della stessa società emittente.

3.6.1 *Segue: il divieto dell'art. 2504-ter c.c.*

Le ragioni dell'assolutezza di questo divieto, che risulta più rigido rispetto alla tolleranza della disciplina generale delle azioni proprie⁵⁴⁷ non sono uniformemente condivise in dottrina: secondo una prima lettura il Legislatore avrebbe applicato a questa fattispecie un generale principio di *sterilizzazione di azioni proprie*, evitando che in presenza di incroci partecipativi o di possesso di azioni proprie, la fusione si concretizzasse in «sovrapposizioni o giochi di specchi»⁵⁴⁸.

Una diversa spiegazione riconduce questo divieto al più generale divieto di sottoscrizione di azioni proprie, di cui 2357-quater c.c.⁵⁴⁹, dal momento che in questo caso si verificherebbe la circostanza per cui una società assegni a sé stessa delle azioni di nuova emissione⁵⁵⁰.

⁵⁴⁷ Livello di tolleranza che ha raggiunto il limite del 20% del capitale per le società che fanno ricorso al mercato di capitale di rischio a seguito dell'introduzione della l. 9 aprile 2009, n. 33 che ha modificato gli artt. 2357 co. 3, 2357-bis co. 2, 2445 co. 2 c.c.

⁵⁴⁸ F. FERRARA jr – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2011, 990.

⁵⁴⁹ F. GUERRERA, *Trasformazione, fusione e scissione*, in AA. VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, Giuffrè, 2006, 431.

⁵⁵⁰ Critico verso quest'impostazione L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 53 che rileva l'eterogeneità delle due situazioni: mentre il generale divieto di sottoscrizione mira ad impedire che la società emetta

Infine il divieto può essere giustificato dal valore (nullo) attribuibile a tali azioni: alcuni ritengono che in occasione di fusione o scissione totale le azioni proprie perdano il loro significato economico a causa dell'imminente estinzione delle società che le hanno emesse⁵⁵¹. Questa spiegazione sembra coerente anche con il diverso trattamento previsto dall'art. 2357-bis c.c.: se il divieto di assegnazione di cui art. 2504-ter c.c. si fonda su un difetto di presupposto (ciò che il Legislatore vuole evitare è un'assegnazione priva di valore) e non sull'erroneità dell'effetto (l'acquisizione di azioni proprie da parte dell'incorporante o della risultante dalla fusione), allora risulta legittimo il raggiungimento del medesimo effetto (l'assegnazione di azioni proprie post-fusione) mediante un'operazione differente (disciplinata dall'art- 2357-bis)⁵⁵².

La sorte delle azioni che non possono essere assegnate ex art. 2504-ter c.c. è l'alienazione ovvero l'annullamento⁵⁵³, mentre le azioni dell'incorporante che si trovavano ante fusione nel patrimonio delle incorporate entreranno a far parte delle azioni proprie post fusione (2357-bis).

Diverso è invece il caso in cui la società incorporante sia in possesso *prima* della fusione di azioni proprie e decida di assegnarle ai soci "entranti" con la fusione per soddisfarne il rapporto di cambio⁵⁵⁴: in tal caso la mancata esplicita comprensione di codesta ipotesi nel divieto di cui art. 2504-ter c.c. fa propendere per una legittimità dell'assegnazione a soggetti diversi dalle società coinvolte.

L'esplicito riferimento che l'art. 2504-ter c.c. fa ad azioni o *quote* non deve trarre in inganno: se infatti risulta pacifico il divieto di acquisto di quote proprie a carico di s.r.l.⁵⁵⁵, può ben presentarsi il caso in cui una società a responsabilità limitata si trovi a rivestire il ruolo di incorporante rispetto ad una società per azioni che detenga azioni proprie.

capitale in assenza di conferimenti, nel caso della fusione il con cambio non richiede in generale l'effettuazione di conferimenti nei confronti dell'emittente.

⁵⁵¹ L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 54.

⁵⁵² L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 55.

⁵⁵³ Esamina la portata dell'alternativa sopracitata G. DE PETRA, *op. cit.*, 258 ss.

⁵⁵⁴ G. DE PETRA, *Azioni proprie e diritto di concambio nel d.lgs. 22/1991 e adeguamento alla III direttiva Cee in materia di fusioni societarie*, in *Rivista diritto commerciale*, 1992, I, 210; P. MARCHETTI, *op. cit.*, 38; L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 59 ss.

⁵⁵⁵ Anche se meno pacifiche risultano le ragioni del predetto divieto, per cui si rimanda al paragrafo 1.5.

La disposizione di cui art. 2504-ter c.c. è richiamata in caso di scissione dall'art. 2506-ter ult. co. c.c. La portata di questo richiamo ai fini della scissione totale⁵⁵⁶ è stata interpretata come un divieto di computare, ai fini del concambio, i valori patrimoniali costituiti da azioni proprie in possesso della scissa e le azioni emesse dalla scissa possedute ante scissione dalle società beneficiarie⁵⁵⁷.

Dal divieto di cui art. 2504-ter c.c. discendono due ordini di doveri di cui gli amministratori devono farsi carico: essi sono tenuti innanzitutto ad illustrare nella relazione dell'organo amministrativo⁵⁵⁸ in che modo il divieto di assegnazione abbia influenzato il rapporto di cambio ed eventuali prospettive di alienazione delle azioni che ai fini del concambio non possono essere conteggiate. Accanto agli obblighi di natura informativa essi sono inoltre tenuti ad astenersi da operazioni sulle predette partecipazioni che possano penalizzare i propri azionisti nel rapporto di cambio⁵⁵⁹.

L'assegnazione di azioni proprie della società incorporante (o risultante dalla fusione) in violazione del divieto di cui art. 2504-ter c.c. rilevata dopo l'iscrizione dell'atto di fusione non determina l'invalidità dell'operazione⁵⁶⁰; tuttavia essa determina l'insorgere di profili di responsabilità sia civile che penale (ai sensi degli artt. 2392⁵⁶¹ e 2628⁵⁶² c.c.)

⁵⁵⁶ Per una disamina delle particolarità che caratterizzano il caso della scissione parziale, in cui la sopravvivenza della scissa rende difficoltosa l'applicazione della disciplina della fusione, si rimanda a L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 74 ss.

⁵⁵⁷ F. LAURINI, *La scissione*, in *Rivista del notariato*, 1991, I, 621; G. LAURINI, *La scissione di società*, in *Rivista del notariato*, 1991, I, 937; L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 72 ss.

⁵⁵⁸ Di cui art. 2501-quinquies c.c.

⁵⁵⁹ L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 109 ss.

⁵⁶⁰ Operando in questo caso il meccanismo di salvaguardia di cui art. 2504-quater c.c. Art. 2504-quater c.c. - Invalidità della fusione: «Eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione a norma del secondo comma dell'articolo 2504, l'invalidità dell'atto di fusione non può essere pronunciata. Resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione».

⁵⁶¹ Art. 2392 c.c. - Responsabilità verso la società: «Gli amministratori devono adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze. Essi sono solidalmente responsabili verso la società dei danni derivanti dall'inosservanza di tali doveri, a meno che si tratti di attribuzioni proprie del comitato esecutivo o di funzioni in concreto attribuite ad uno o più amministratori.

In ogni caso gli amministratori, fermo quanto disposto dal comma terzo dell'articolo 2381, sono solidalmente responsabili se, essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non hanno fatto quanto potevano per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose.

a carico degli amministratori e comporta un obbligo di alienazione o annullamento delle relative azioni ai sensi dell'art. 2357 comma quarto c.c.

3.6.2 *Segue: il caso della fusione inversa*

Nel caso in cui si assista ad una fusione inversa⁵⁶³, in cui l'incorporata detiene azioni dell'incorporante, l'assegnazione di azioni alla società incorporante non è regolata da un divieto ma viene consentita (e addirittura incoraggiata⁵⁶⁴ dal Legislatore) con una previsione derogatoria rispetto agli ordinari limiti previsti dall'art. 2357 c.c. Nel caso di fusione inversa infatti l'art. 2357-bis co. 1 n. 3 c.c. legittima⁵⁶⁵ l'acquisto delle azioni (che erano state emesse dall'incorporante e detenute dall'incorporata) in capo all'incorporante: tali azioni divengono dunque *azioni proprie* della società incorporante per effetto della fusione; inoltre questo acquisto deve ritenersi legittimo anche qualora non sussistano le condizioni di cui art. 2357 c.c. (ordinariamente previste per l'acquisto di azioni proprie)⁵⁶⁶.

La responsabilità per gli atti o le omissioni degli amministratori non si estende a quello tra essi che, essendo immune da colpa, abbia fatto annotare senza ritardo il suo dissenso nel libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio, dandone immediata notizia per iscritto al presidente del collegio sindacale».

⁵⁶² Art. 2628 - Illecite operazioni sulle azioni o quote sociali o della società controllante: «Gli amministratori che, fuori dei casi consentiti dalla legge, acquistano o sottoscrivono azioni o quote sociali, cagionando una lesione all'integrità del capitale sociale o delle riserve non distribuibili per legge, sono puniti con la reclusione fino ad un anno.

La stessa pena si applica agli amministratori che, fuori dei casi consentiti dalla legge, acquistano o sottoscrivono azioni o quote emesse dalla società controllante, cagionando una lesione del capitale sociale o delle riserve non distribuibili per legge.

Se il capitale sociale o le riserve sono ricostituiti prima del termine previsto per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio in relazione al quale è stata posta in essere la condotta, il reato è estinto».

⁵⁶³ Quando tra due società che partecipano alla fusione preesista un rapporto di partecipazione, la fusione si definisce *inversa* quando la partecipata incorpora la partecipante: questo meccanismo, pur generando i medesimi effetti dell'operazione diretta, può rivelarsi conveniente quando il trasferimento di diritti e rapporti di cui è titolare la società partecipata si ravvisi poco conveniente o eccessivamente oneroso. Così L. POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2009, 152 ss.

⁵⁶⁴ L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 17.

⁵⁶⁵ Di «condizione di legittimità» parla G. G. VISENTIN, *Fusione inversa ed azioni proprie*, in *Il fisco*, 2008, 1, 8249.

⁵⁶⁶ Secondo G. DE PETRA, *op. cit.*, 247 ss. le uniche condizioni dell'art. 2357 c.c. derogabili sarebbero quelle di tipo procedurale e non quelle di natura sostanziale (come la presenza di utili distribuibili e di riserve disponibili. Sostiene invece F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*,

A seguito della fusione, dunque, le azioni (emesse dall'incorporante) in possesso dell'incorporata vengono trasferite all'incorporante come avviene per ogni altro *asset* ed assumono la qualificazione di *azioni proprie* della società incorporante post-fusione⁵⁶⁷.

In sostanza, dal coordinamento delle norme di cui artt. 2357-bis e 2504-ter c.c. emerge che la fusione può «condurre l'incorporante ad “ereditare” azioni proprie dell'incorporante stessa possedute dalle incorporate (2357-bis n.3) ma non a “creare”, per effetto del rapporto di cambio, nuovi possessi di azioni proprie, neppure attraverso soggetti interposti o fiduciarie»⁵⁶⁸.

3.6.3 Il (*merger*) *leveraged buyout*

Il *leveraged buyout* è «una tecnica finanziaria di acquisizione del controllo di una società obiettivo» che prevede lo sfruttamento della leva finanziaria della società *target* per ottenere i mezzi finanziari utili a pagare il prezzo dell'acquisizione, che vengono inizialmente forniti da investitori istituzionali⁵⁶⁹: l'operazione ha successo se il debito contratto viene gradualmente rimborsato dai flussi di cassa (caratteristici e non) generati dalla società obiettivo⁵⁷⁰. Un'operazione affine al *leveraged buyout* è il *merger leveraged buyout (mlbo)*⁵⁷¹ che prevede la costituzione *ad hoc* di una società (c.d. *new*

Giuffrè, Milano, 1988, 89 che in caso di successione universale o fusione la deroga all'art. 2357 c.c. sia «completa».

⁵⁶⁷ L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 116.

⁵⁶⁸ P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Rivista del notariato*, 1991, 38. Anche L. ARDIZZONE, *Le azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie*, in *Rivista delle società*, 2008, 1172 ritiene che il modo «essenzialmente accidentale» dell'acquisto di azioni proprie tramite l'operazione di fusione sia la giustificazione del trattamento più favorevole che il Legislatore riserva all'art. 2357-bis rispetto al 2504-ter c.c.

⁵⁶⁹ L. POTITO, *op. cit.*, 164.

⁵⁷⁰ G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger-leveraged buyout nella riforma societaria, con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in *Rivista del notariato*, 2008, 5, 1029 ss.

⁵⁷¹ Va per completezza segnalato che la sigla *mlbo* non è univocamente utilizzata in dottrina: l'acronimo viene perlopiù utilizzato con il significato di *merger leveraged buyout* (significato che è adottato anche nel presente lavoro): così A. ALBANESE, *Operazioni sulle azioni proprie (e leveraged buy out) nel nuovo diritto societario*, in *Contratto e impresa*, 2007, 379; G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger-leveraged buyout nella riforma societaria, con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in *Rivista del notariato*, 2008, 5, 1030; S. CENNERAZZO, *Sui rapporti tra il divieto di accordare prestiti per la sottoscrizione di*

company o *newco*) che viene indebitata al precipuo scopo di acquisire il pacchetto di controllo della società obiettivo ed incorporarla mediante fusione, garantendo il debito inizialmente contratto dalla *newco* con il patrimonio della *target* che verrà in seguito incorporata⁵⁷².

L'art. 2501-bis c.c.⁵⁷³ introdotto con d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, disciplina ora il *mlbo* rubricandolo come «Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento»: con esso sono stati definitivamente accantonati i dubbi riguardanti la legittimità dell'operazione. La disciplina italiana del *mlbo*, pur ricalcando quella prevista per l' "ordinario" procedimento di fusione, è integrata da obblighi informativi aggiuntivi rispetto a quelli disposti in tema di fusione (l'indicazione delle ragioni e degli obiettivi dell'operazione, della fonte delle risorse finanziarie che sono state acquisite e la fonte delle risorse finanziarie che potranno garantire in futuro il rimborso del debito e l'allegazione di una relazione di una società di revisione) per compensare gli effetti che il ricorso

partecipazioni proprie e la rinuncia della società a proseguire un'azione giudiziale, in *Banca, borsa e titoli di Credito*, 2011, II, 567; M. CLEMENTI – G. LUSCHI – A. TRON, *Le operazioni di leveraged buy out*, Ipsoa, 2006, 4; G. FERNANDEZ, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni nella s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, II, 785; L. M. PETRONE, *Il "giusto equilibrio" del legislatore italiano nel dare definitivo ingresso al merger leveraged buy out (mlbo)*, in *Obbligazioni e contratti*, 2009, 245. Tuttavia l'acronimo *mlbo* può essere talvolta riferito al *management leveraged buyout* ossia l'operazione di LBO che viene promossa dal gruppo dirigente della società *target*: così L. POTITO, *op. cit.*, 165.

⁵⁷² F. FERRARA jr. – F. CORSI, *op. cit.*, 997 ss.

⁵⁷³ Art. 2501-bis c.c. - Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: «Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.

Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

La relazione di cui all'articolo 2501-quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.

Al progetto deve essere allegata una relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente.

Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-bis».

all'indebitamento produce sul profilo di rischio della società *target*⁵⁷⁴ con obblighi di informazione preassembleare a beneficio di soci e creditori⁵⁷⁵.

Il meccanismo alla base del *merger leveraged buyout* implica per sua natura la fornitura di garanzie sulle proprie azioni (e questo costituisce anche il tratto peculiare dell'operazione), il che richiede all'interprete di coordinare fra loro le disposizioni contenute negli artt. 2501-bis e 2358 c.c.

3.6.4 *Segue: il rapporto tra mlbo e il divieto di assistenza finanziaria*

Dal momento che la sequenza degli atti che compongono il *merger leveraged buyout* costituisce nella sostanza un'operazione di acquisto di un pacchetto azionario di una società (la *target*) che viene "pagato" o comunque reso possibile grazie alle disponibilità del valore della medesima società (che viene offerta in garanzia)⁵⁷⁶, è opportuno esaminare il rapporto attualmente esistente tra le discipline vigenti dell'assistenza finanziaria e della fusione con indebitamento.

Tralasciando il dibattito storico incentrato sul rapporto tra i due istituti, legato all'evoluzione normativa delle relative disposizioni, ci concentriamo in questa sede sull'analisi del rapporto odierno tra le due discipline, che non può prescindere da due ordini di considerazioni:

- a) con l'art. 7 co. 1 l. 3 ottobre 2001, n. 366 (che sfociò poi nella riforma societaria del 2003 con la quale fu introdotto anche l'art. 2501-bis c.c.), fu statuito che le fusioni con indebitamento non comportassero la violazione del divieto di cui art. 2358 c.c.; considerato che all'epoca il divieto di assistenza finanziaria contenuto nella norma codicistica era *assoluto*⁵⁷⁷, non può che concludersi che il *mlbo* non può costituire di per sé ipotesi di frode alla legge⁵⁷⁸;

⁵⁷⁴ È stato infatti osservato che i soci di minoranza della *target*, a seguito dell'operazione di *mlbo* assistono ad un aumento del profilo di rischio del loro investimento societario a causa della mutata struttura finanziaria della società: così G. CAPPARELLA, *op. cit.*, 1032 ss.

⁵⁷⁵ F. GUERRERA, *Trasformazione, fusione e scissione*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Giuffrè, Milano, 2006, 423.

⁵⁷⁶ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *op. cit.*, 998.

⁵⁷⁷ L'art. 2358 c.c., come modificato dal d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30 recitava: «La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie. La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia.

b) il tenore piuttosto attenuato del divieto di assistenza finanziaria attualmente in vigore⁵⁷⁹ non esclude l'influenza, che tutt'ora perdura, di una disposizione sull'altra.

Nonostante il sistema abbia ritrovato una certa stabilità⁵⁸⁰, non risulta ancora chiarito se il rapporto tra le due norme si risolva *sic et simpliciter* in una loro simultanea applicazione quando si attui un'operazione di *merger leveraged buyout* o se la disciplina dell'assistenza finanziaria abbia degli effetti limitativi sulla realizzazione operativa dell'operazione straordinaria. Secondo la prima impostazione⁵⁸¹ in caso di *mlbo* gli amministratori sono tenuti a farsi carico sia degli obblighi enunciati dall'art. 2501-bis c.c. sia dell'obbligo di «illustrare sotto il profilo giuridico ed economico» l'erogazione della garanzia (come disposto dal comma secondo dell'art. 2358 c.c.).

Il secondo orientamento⁵⁸² sostiene invece che l'operazione di fusione con indebitamento, pur pienamente legittima in virtù della disciplina positiva dell'art. 2501-bis c.c., debba essere programmata in modo da garantire la posizione di *passività* della società *target* (che deve rimanere formalmente estranea all'operazione⁵⁸³): è dunque

Le disposizioni dei due commi precedenti non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate. In questi casi tuttavia le somme impiegate e le garanzie prestate debbono essere contenute nei limiti degli utili distribuibili regolarmente accertati e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato».

⁵⁷⁸ Dovendosi considerare, come sostiene L. M. PETRONE, *op. cit.*, 248, l'art. 7 co. 1 l. 3 ottobre 2001, n. 366 una norma di interpretazione autentica. Concorde anche F. GUERRERA, *op. cit.*, 422.

⁵⁷⁹ L'attuale testo dell'art. 2358 c.c. consente alla società accordare prestiti e fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni qualora ricorrano le condizioni disposte dai commi 2 e seguenti (autorizzazione dell'assemblea straordinaria, predisposizione di una relazione che illustri i tratti caratterizzanti dell'operazione, l'impiego di somme contenuto nei limiti degli utili e delle riserve disponibili, ...).

⁵⁸⁰ L. M. PETRONE, *op. cit.*, 248.

⁵⁸¹ L. M. PETRONE, *op. cit.*, 248 ss.; V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Le Società*, 2009, 577; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 430; anche P. CARRIERE, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Le Società*, 2010, 13 ritiene che «Le genuine operazioni di *mlbo* risulteranno di per sé e necessariamente rispettose del nuovo divieto condizionato». Conferma A. ALBANESE, *Azioni o quote proprie e divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.*, in *La responsabilità civile*, 2005, 561 che se il *merger leveraged buyout* «comporta una violazione dell'art. 2358 c.c., come visto, essa dev'essere considerata nulla».

⁵⁸² Esposto da M. CLEMENTI – G. LUSCHI – A. TRON, *op. cit.* 66.

⁵⁸³ A. ALBANESE, *Operazioni sulle azioni proprie (e leveraged buy out) nel nuovo diritto societario*, in *Contratto e impresa*, 2007, 380.

necessario evitare di porre in essere un rapporto di finanziamento, anche indiretto, tra la società *target* e la *newco* ed evitare che la società *target* presti garanzie *specifiche*⁵⁸⁴ per sostenere l'indebitamento della *newco*, per non incorrere in una palese violazione dell'art. 2358 c.c.⁵⁸⁵.

3.7 Le azioni proprie e la riduzione di capitale

Una delle possibili interpretazioni economiche che può essere fornita all'acquisto di azioni proprie consiste nel considerarla una riduzione di "capitale", intendendosi quest'ultimo non in quanto *capitale sociale sottoscritto* ma in quanto capitale "effettivo", astrattamente negoziabile. Questa peraltro è l'interpretazione adottata come base per la contabilizzazione dell'operazione di acquisto di azioni proprie dallo IAS n. 32⁵⁸⁶.

A prescindere però dall'interpretazione sostanziale dell'operazione, la vicenda dell'acquisto di azioni proprie è spesso legata ad una riduzione *formale* di capitale sociale:

- l'acquisto di azioni proprie può risultare prodromico ad una successiva riduzione di capitale, attuata mediante annullamento delle medesime (caso di riduzione c.d. *fisiologico*);

⁵⁸⁴ Ciò che deve costituire oggetto di garanzia non è il compendio di singoli beni rientranti nel patrimonio della *target*, ma la società nella sua globale capacità di generare flussi di cassa: U. BESSO – P. COMUZZI – G. VARCASIA, *Acquisto di azioni proprie. Tematiche civilistiche, implicazioni fiscali*, Milano, 2002, 85 (nota n. 22).

⁵⁸⁵ Predisponendo, a tal fine, una consecuzione di due finanziamenti (detti *Bridge loan* e *Senior loan*) di cui risultino titolari due diversi soggetti: il primo, di durata breve, viene concesso alla *newco* in vista della realizzazione dell'operazione e se ne presuppone implicitamente il rimborso al termine dell'acquisizione; il secondo, erogato in prospettiva di medio-lungo termine, viene stipulato con la società risultante dalla fusione (ossia la *newco* dopo il completamento dell'incorporazione della *target*) ed è garantito dai beni della *ex-target*: M. CLEMENTI – G. LUSCHI – A. TRON, *op. cit.*, 7.

Anche F. FERRARA jr. – F. CORSI, *op. cit.*, 999 (nota n. 4) rinvencono nella dizione letterale dell'art. 2501-bis co. 4 c.c. l'importanza di un certo formalismo nella contrazione del finanziamento, per evitare «modalità più disinvolve». Concorde anche L. ARDIZZONE, *Le azioni proprie nella fusione e nella scissione*, Giuffrè, Milano, 2011, 190 ss. e U. PIATTELLI, *Le recenti modifiche agli articoli 2357 e 2358 del codice civile: nuove opportunità per le operazioni di leveraged buy out?*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2009, 12, 74.

⁵⁸⁶ Per l'analisi dell'interpretazione contabile fornita dai principi contabili internazionali si rimanda al paragrafo 5.3.

- qualora l'acquisto di azioni proprie sia stato effettuato o il possesso si protragga in violazione delle disposizioni di legge, l'assemblea è tenuta a procedere all'annullamento delle azioni e alla corrispondente riduzione del capitale sociale (caso di riduzione c.d. *patologica*).

3.7.1 Riduzione c.d. fisiologica di capitale

L'acquisto di azioni proprie può essere preordinato ad una riduzione volontaria di capitale e le ragioni che conducono gli amministratori a preferire questo meccanismo rispetto ad una riduzione di capitale *ex art. 2445 c.c.* sono essenzialmente riconducibili alla proporzionalità degli effetti che una riduzione "classica" ordinariamente produce⁵⁸⁷: la riduzione di capitale *ex art. 2445 c.c.* interessa infatti di regola tutti i soci della società e solo in alcune circostanze, determinate rigidamente dalla legge, essa può essere limitata ad alcuni di essi⁵⁸⁸; l'acquisto (e il successivo annullamento) di azioni proprie permette invece di alleggerire (o eliminare) la partecipazione alla società di uno o più soci determinati.

L'operazione di riduzione con annullamento di azioni proprie può costituire un valido strumento per ottenere il desiderato (e duraturo) cambiamento di struttura finanziaria⁵⁸⁹: in tal modo la società potrebbe ottenere la riduzione del complessivo costo del capitale facendo ricorso in misura maggiore ai mezzi di terzi, qualora risultino negoziati a prezzi più convenienti rispetto al capitale proprio. Inoltre la decisione di ridurre il capitale (che rappresenta, per definizione, la fonte finanziaria con la scadenza più estesa) potrebbe rientrare in un progetto di riequilibrio della struttura finanziaria per allineare tra loro attività e passività⁵⁹⁰.

⁵⁸⁷ P. SANTOSUOSSO, *Le azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2004, 40 ss.

⁵⁸⁸ Come ad esempio: qualora il valore dei conferimenti risulti inferiore di oltre un quinto rispetto a quello inizialmente attribuitogli ed il socio non intenda compensare la differenza con denaro (art. 2343 ult. co. c.c.); il caso in cui un socio intenda recedere a causa di decisioni riguardanti il trasferimento della sede sociale all'estero, il cambiamento del tipo societario o dell'oggetto sociale cui egli non abbia acconsentito (art. 2437 co. 1 c.c.); qualora un azionista si renda moroso e non risulti possibile alienare il relativo pacchetto azionario (art. 2344 c.c.).

⁵⁸⁹ P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 36; I. DE SANTIS, *Annullamento di azioni proprie e riduzione del capitale sociale*, in *Diritto e pratica delle società*, 2005, 3, 24.

⁵⁹⁰ Il principio di finanza aziendale c.d. del *matching* suggerisce infatti che le fonti e i fabbisogni finanziari abbiano la medesima *duration*, ossia che la struttura finanziaria sia scelta in modo da allineare la durata media dell'intervallo di tempo entro cui le attività diverranno liquide con la

L'annullamento volontario di azioni proprie potrebbe inoltre risultare inevitabile qualora si prospetti dinnanzi alla società per azioni la prospettiva di trasformazione in una società a responsabilità limitata (alla quale, come abbiamo già avuto occasione di illustrare⁵⁹¹, non è consentito detenere propri titoli)⁵⁹².

Sia che si consideri l'annullamento delle azioni proprie una fattispecie autonoma di riduzione del capitale⁵⁹³, sia che la si faccia rientrare nel più ampio novero della riduzione volontaria del capitale⁵⁹⁴, il procedimento di riduzione del capitale deve in ogni caso rispettare le condizioni procedurali imposte dall'art. 2445 c.c.⁵⁹⁵:

- a favore della riduzione si deve esprimere favorevolmente l'assemblea dei soci, convocata in sede straordinaria;
- l'avviso di convocazione dell'assemblea dovrà riportare le ragioni e le modalità della riduzione;
- i creditori sociali anteriori potranno opporsi alla riduzione nei novanta giorni successivi all'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese.

Nonostante si applichi la medesima procedura va però osservato che la riduzione di capitale mediante annullamento di azioni proprie si distingue dalla riduzione di capitale "ordinaria" per un aspetto sostanziale rilevante: ad essa non corrisponde alcun effettivo esborso di risorse finanziarie da parte della società e i soci non percepiscono dalla riduzione alcun beneficio, sotto forma di rimborso o liberazione da un credito (essendosi questi effetti prodotti al momento dell'acquisto delle azioni)⁵⁹⁶. Questo non significa però che l'operazione di acquisto preordinata all'annullamento di azioni

scadenza media delle passività: A. DAMODARAN, *Finanza aziendale*, Milano, Apogeo, 2006, 433 ss.

⁵⁹¹ Per una disamina delle ragioni alla base del divieto di acquisto di quote proprie da parte di s.r.l. si rimanda al paragrafo 1.5.

⁵⁹² G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *Riflessioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista del notariato*, 2009, III, 807.

⁵⁹³ A favore della considerazione della fattispecie come un autonomo meccanismo di riduzione del capitale esuberante, distinto dalle due categorie descritte dagli artt. 2445 e 2446 c.c. (riduzione volontaria e riduzione obbligatoria), si sono espressi: F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie e patrimonio sociale*, in *Rivista delle società*, 1982, 1133; P. FERRO– LUZZI, *L'antropofagia societaria; riflessioni sulla natura e sulle vicende delle azioni proprie in portafoglio*, in *Rivista delle società*, 2001, 1283.

⁵⁹⁴ In questo senso: I. DE SANTIS, *op. cit.*, 23; G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *op. cit.*, 803.

⁵⁹⁵ Su questo concordano: P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 35; F. CARBONETTI, *op. ult. cit.*, 1133; G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *op. cit.*, 803; I. DE SANTIS, *op. cit.*, 23.

⁵⁹⁶ P. FERRO– LUZZI, *op. cit.*, 1283 ss.

(operazione che di per sé opera una trasformazione qualitativa del patrimonio sociale) non possa risultare lesiva degli interessi dei creditori: ecco dunque perché, a fronte (non dell'annullamento delle azioni ma) della riduzione del capitale⁵⁹⁷, si è ritenuto opportuno applicare le cautele ordinariamente previste per le altre riduzioni di capitale.

3.7.2 Riduzione c.d. patologica di capitale

Qualora l'acquisto di azioni proprie sia stato effettuato in violazione dei primi tre commi dell'art. 2357 c.c. ovvero qualora una società aperta ricorra ad uno dei casi speciali di acquisto di cui ai nn. 2, 3 e 4 dell'art. 2357-bis c.c. entrando in possesso di azioni proprie per un valore superiore al quinto del suo capitale sociale sottoscritto: la società è costretta a provvedere alla tempestiva⁵⁹⁸ alienazione della azioni proprie o, in mancanza, al loro annullamento.

La riduzione di capitale in questione consiste in una riduzione nominale, senza rimborso ai soci (per quanto, il rimborso possa considerarsi già avvenuto all'atto dell'acquisto delle azioni proprie, che è assimilabile all'erogazione di un dividendo) e per la quale non è prevista alcuna forma di opposizione a tutela dei creditori (che si configurerebbe inevitabilmente come *tardiva*, essendo il rimborso dei conferimenti a vantaggio dei soci già avvenuto al momento della riduzione formale di capitale⁵⁹⁹).

La scelta di imporre la riduzione di capitale adottata dal Legislatore risponde certamente ad esigenze di chiarezza (dal momento che i terzi non verrebbero altrimenti a conoscenza della violazione prima della presentazione della relazione annuale degli amministratori)⁶⁰⁰ e di tutela dell'integrità e dell'effettività di capitale sociale⁶⁰¹; essa

⁵⁹⁷ Così G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *op. cit.*, 806.

⁵⁹⁸ Il termine di alienazione in caso di acquisto illegittimo è di un anno (art. 2357 co. 4 c.c.) mentre in caso di illegittimo possesso è pari a tre anni (art. 2357-bis co. 2 c.c.).

⁵⁹⁹ G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 2*, Utet, Torino, 1991, 415; G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *op. cit.*, 802; F. CORSI, *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante)*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 260; parzialmente discorde I. DE SANTIS, *op. cit.*, 22 che ritiene opportuno classificare la riduzione di capitale avvenuta come «reale» visto che i soci, anche se in un istante precedente, hanno comunque beneficiato di una forma di distribuzione.

⁶⁰⁰ F. CORSI, *op. cit.*, 260; G. PARTESOTTI, *op. cit.*, 414.

⁶⁰¹ G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *op. cit.*, 802.

costituisce però un rimedio potenzialmente dannoso per i creditori (cui viene sottratto lo strumento di tutela dell'opposizione)⁶⁰² ed i soci.

Qualora l'annullamento delle azioni fosse necessitato dal difetto di liberazione delle azioni proprie acquistate, i creditori perderebbero all'atto della riduzione la possibilità di individuare un eventuale acquirente delle azioni che si rendesse responsabile del relativo conferimento⁶⁰³; se invece le azioni fossero state acquistate in difetto di utili, la riduzione eliminerebbe ogni possibilità di realizzare un utile dalla loro alienazione⁶⁰⁴. I soci al contempo assisterebbero alla distrazione di risorse originariamente deputate allo svolgimento dell'attività sociale, che con la riduzione passerebbero da capitale a quote disponibili⁶⁰⁵.

Risulta dunque di tutta evidenza che è nell'interesse dei soggetti sopracitati ricorrere, in tutti i casi in cui questa soluzione risulti percorribile, all'alienazione delle azioni⁶⁰⁶; la quale si ritiene possa validamente aver luogo anche dopo la scadenza del termine prescritto dalla legge⁶⁰⁷. Per le medesime ragioni alcuni autori ritengono altresì che la società non possa procedere all'annullamento delle azioni prima della scadenza del termine previsto per l'alienazione⁶⁰⁸.

⁶⁰² F. CORSI, *op. cit.*, 260; A. A. DOLMETTA, *Sulle conseguenze civilistiche dell'acquisto di azioni proprie compiuto in violazione dei divieti di legge*, in *Rivista delle società*, 1996, 347.

⁶⁰³ A. A. DOLMETTA, *op. cit.*, 358.

⁶⁰⁴ A. A. DOLMETTA, *op. cit.*, 359.

⁶⁰⁵ A. A. DOLMETTA, *op. cit.*, 359.

⁶⁰⁶ Auspica addirittura l'eliminazione dell'obbligo di riduzione del capitale A. A. DOLMETTA, *op. cit.*, 360 ritenendo opportuno sostituirlo con un obbligo di alienazione più stringente in capo alla società, che verrebbe reso maggiormente effettivo dall'introduzione di un corrispettivo obbligo di acquisto delle azioni in capo al socio alienante.

⁶⁰⁷ A. A. DOLMETTA, *op. cit.*, 361; G. PARTESOTTI, *op. cit.*, 414; F. CORSI, *op. cit.*, 260; F. FERRARA jr. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2011, 426; considera l'annullamento un «rimedio residuale» anche A. ANTONUCCI, *Acquisto di azioni proprie: dall'invalidità del contratto all'obbligo di alienazione*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttarò – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 395.

⁶⁰⁸ Sottolinea l'importanza di tutelare l'interesse della società ad evitare una riduzione di capitale G. PARTESOTTI, *op. cit.*, 414, che sostiene il ricorso a strumenti alternativi che facciano venire meno la situazione antigiridica; concorde A. A. DOLMETTA, *op. cit.*, 364 ss. *Contra* N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012, 219; F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 120. Opera invece una distinzione G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *op. cit.*, 802 ss. il quale ritiene che la società possa validamente annullare le azioni proprie anticipatamente solo in caso di illegittimo possesso (ossia prima del termine triennale) e non anche in caso di illegittimo acquisto.

L'estremità della riduzione del capitale ha portato la dottrina⁶⁰⁹ a ritenere ammissibili alcuni rimedi alternativi che riescano a riportare il possesso delle azioni proprie in un'area di legittimità senza però ridurre la garanzia rappresentata dal capitale, come ad esempio:

- la disposizione di un aumento di capitale a pagamento, che abbia l'effetto di ridurre la quota proporzionale di azioni proprie sul totale del capitale sottoscritto;
- l'impiego di eventuali utili distribuibili o riserve indisponibili a liberazione delle azioni scoperte, in qualità di autoconferimento, a fronte delle azioni proprie non liberate detenute;
- l'assegnazione gratuita (in luogo dell'alienazione) delle azioni proprie ai soci, che assumerà la valenza di dividendo non in contanti;
- la destinazione di sopravvenuti utili distribuibili o riserve indisponibili alla riserva indisponibile istituita per le azioni proprie in portafoglio, per coprire l'intero valore rappresentato dalle azioni proprie detenute;
- il rilascio di un'autorizzazione assembleare successiva che sani l'acquisto effettuato dagli amministratori, pur in assenza di una specifica esplicitazione della volontà sociale in tal senso.

Qualora a seguito delle violazioni degli artt. 2357 e 2357-bis non si provveda all'alienazione delle azioni e per esse non siano state adottate soluzioni alternative, si ritiene che l'assemblea chiamata a disporre l'annullamento delle azioni e la conseguente riduzione di capitale sia quella convocata in sede ordinaria⁶¹⁰, potendosi in questo senso portare il carattere *obbligatorio* della riduzione (che giustificherebbe l'intervento dell'assemblea ordinaria così come disposto dall'art. 2446 co. 2 c.c.), nonché la generale competenza dell'assemblea ordinaria a disporre delle azioni proprie.

⁶⁰⁹ F. CARBONETTI, *op. ult. cit.*, 112; N. DE LUCA, *op. ult. cit.*, 219; A. A. DOLMETTA, *op. cit.*, 365 ss.; G. PARTESOTTI, *op. cit.*, 414.

⁶¹⁰ F. FERRARA jr. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2011, 426 (nota n. 3); G. PARTESOTTI, *op. cit.*, 416; F. CORSI, *op. cit.*, 259.

4. I limiti e le procedure richieste dalla normativa vigente

Verranno in questo capitolo trattati alcuni aspetti dell'attuale disciplina delle azioni proprie sui quali si ritiene opportuno soffermarsi, vuoi per il ruolo che rivestono in questo sottosistema normativo, vuoi per le contrastanti interpretazioni dottrinali che li avevano interessati (e in qualche misura, ancora oggi li contraddistinguono).

Gli aspetti di più spiccato interesse della disciplina di azioni proprie che verranno analizzati sono: l'identificazione del limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili; la portata e il contenuto dell'autorizzazione assembleare; il ruolo che le azioni proprie giocano nella formazione della volontà sociale; la natura della riserva *Azioni proprie in portafoglio*.

4.1 L'acquisto di azioni proprie

4.1.1 Gli utili distribuibili e le riserve disponibili

Il limite previsto al primo comma dell'art. 2357 c.c. è uno degli elementi presenti fin dall'origine nella disciplina italiana delle azioni proprie: il Codice di Commercio del 1882, infatti prevedeva già il riferimento alle «*somme prelevate dagli utili regolarmente accertati*»⁶¹¹; il Codice Civile ha in seguito precisato che l'acquisto di azioni proprie doveva limitarsi all'utilizzo di «*utili netti regolarmente accertati*»; infine con il d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30 la condizione si è estesa alle riserve, prevedendo l'impiego di «*utili distribuiti e delle riserve disponibili*» nel testo ancora oggi vigente.

L'acquisto di azioni proprie deve rispettare questo requisito tranne nei casi previsti dall'art. 2357-bis c.c., ossia: quando l'acquisto di azioni proprie sia finalizzato ad una riduzione di capitale mediante loro annullamento; quando l'acquisto di azioni avviene a

⁶¹¹ Per quanto l'espressione usata dal Legislatore non vada interpretata in modo rigido e letterale: alcuni autori hanno interpretato l'espressione nel senso di esclusione delle poste di capitale sociale e riserva legale: così F. LIZZA, *L'acquisto di azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 18 e A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 303. Secondo O. LO CIGNO, *Sub. art. 2357 c.c.*, in *Commentario al codice civile. Del lavoro. Delle società per azioni*, Torino, Utet, 1984, 75 sono utili *disponibili* quelli che «non vengono portati a riserva legale, statutaria, a fondo di ammortamenti, a fondi di anzianità o di quiescenza e così via». Sono state inoltre considerate da A. DE GREGORIO, *op. cit.*, 297 impiegabili le quote di patrimonio sociale classificabili come *riserve facoltative* e l'eccedenza dell'attivo rispetto al passivo conseguente ad una rivalutazione patrimoniale.

titolo gratuito, a seguito di fusione, scissione, successione universale; in occasione dell'esecuzione forzata di un credito⁶¹².

L'utilizzo del riferimento agli utili e alle riserve è sempre stato uniformemente inteso come limite quantitativo, come «parametro cui commisurare la possibilità giuridica dell'acquisto»⁶¹³ e questo nonostante la dizione previgente facesse riferimento ad un ambiguo "prelevamento", come se gli utili costituissero delle entità finanziarie utilizzabili per il pagamento delle azioni⁶¹⁴.

Con tale limite il Legislatore ha inteso evitare che l'acquisto di azioni proprie potesse costituire un'indebita restituzione di capitale ai soci, eludendo le norme che la disciplinano⁶¹⁵: il riferimento agli utili e alle riserve è dunque funzionale ad evitare che il capitale sociale sia coinvolto nell'operazione.

⁶¹² P. SANTOSUOSSO, *Le azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2004, 276.

⁶¹³ F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 77. Conferma anche R. NOBILI, *Osservazioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 1987, 765: «La somma di danaro corrispondente può anche derivare da un prestito che la società contrae per assicurarsi la liquidità occorrente. Ciò che la norma di legge prescrive è solo che il prezzo pagato per l'acquisto non dev'essere superiore all'importo, risultante dal bilancio, degli utili e degli riserve disponibili».

⁶¹⁴ La previsione normativa mira dunque ad ottenere che gli acquisti «trovino copertura in quelle poste del patrimonio netto delle quali la legge non impedisca la distrazione dalla società»: C. PRESCIANI, *Osservazioni a Cass., 20 gennaio 2011, n. 1361, in tema di presupposti per l'acquisto di azioni proprie*, in *Banca, borsa e titoli di Credito*, 2013, II, 129. Anche G. E. COLOMBO, *La "riserva" azioni proprie*, in AA.VV., *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, a cura di G. Castellano, Milano, 1986, 169 riteneva che: «La società può acquistare azioni proprie soltanto se il prezzo che essa paga non supera l'ammontare degli utili netti (...) o delle riserve disponibili».

⁶¹⁵ *Cass. civ., 20 gennaio 2011, n. 1361*, in *Le società*, 2011, 890: «La ratio della norma risiede nella tutela del capitale sociale, per impedire che l'acquisto delle azioni proprie della società mascheri un'indebita restituzione dei conferimenti ai soci (...) o che siano intaccate riserve non utilizzabili in quanto destinate (per legge o per statuto) a preservare la solidità patrimoniale dell'ente, o comunque, a scopi diversi». In dottrina: G. E. COLOMBO, *op. cit.*, 169; R. MAGGI, *I limiti impliciti all'acquisto di azioni proprie*, in *Le Società*, 2013, 807; F. LIZZA, *op. cit.*, 18; L. ARDIZZONE, *Le azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie*, in *Rivista delle società*, 2008, 1168; F. CORSI, *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante)*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 251; C. PRESCIANI, *op. cit.*, 129; G. ZAGRA, *Una fattispecie particolare di acquisto di azioni proprie*, in *Le Società*, 2001, 1392.

La locuzione *utile distribuibile* è stata definita come «parte dell'utile netto che soggiace a vincoli di destinazione legali, statutari o di altra natura»⁶¹⁶; sono in tal modo escluse, ad esempio:

- le quote di utile che la legge destina alla formazione e reintegrazione della riserva legale, nella misura prevista dalla legge⁶¹⁷ o quella superiore prevista dallo statuto;
- le quote di utile necessarie a reintegrare il capitale precedentemente eroso da una perdita;
- la quota di utile destinata a riserva statutaria.

È stato inoltre osservato che la scelta degli utili netti quale limite cui commisurare l'acquisto di azioni proprie risulta particolarmente appropriata, costituendo essi «genuina ricchezza», flussi reddituali positivi già prodotti e «acquisiti stabilmente dall'impresa»⁶¹⁸.

Le *riserve disponibili* comprendono le riserve la cui distribuzione è rimessa alla discrezionalità dell'assemblea ordinaria⁶¹⁹: rientrano in questo novero⁶²⁰ le riserve da

⁶¹⁶ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 79. Concordi anche R. ANNARATONE, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie. Altre operazioni sulle proprie azioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2009, 459; G. ZAGRA, *op. cit.*, 1392; M. BIONE, *Sub. artt. 2357-2358*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Nicolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, 359; P. P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 266; C. PRESCIANI, *op. cit.*, 129; si veda anche S. SCOTTI CAMUZZI, *La società per azioni come impresa e altri studi in tema di regole giuridiche dell'attività economica*, Milano, Giuffrè, 1979, 95 ss. sull'opportunità di distinguere l'utile d'esercizio, che viene conseguito nell'esercizio e accertato con il bilancio, dall'utile distribuibile, cui si perviene mediante una depurazione del primo dagli impieghi obbligatori aventi origine nello statuto o nella legge.

⁶¹⁷ Art. 2430 c.c. – Riserva legale: «Dagli utili netti annuali deve essere dedotta una somma corrispondente almeno alla ventesima parte di essi per costituire una riserva, sino a che questa abbia raggiunto il quinto del capitale sociale.

La riserva deve essere integrata a norma del comma precedente se viene diminuita per qualsiasi ragione.

Sono salve le disposizioni delle leggi speciali».

⁶¹⁸ F. LIZZA, *op. cit.*, 18. Concordi anche F. FERRARA jr. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2011, 419 che ritengono l'investimento in azioni possibile solo qualora vi sia una ricchezza ulteriore rispetto a quella rappresentata dal capitale e dalle riserve indisponibili per legge o per statuto.

⁶¹⁹ A. ALBANESE, *Acquisto o sottoscrizione di azioni proprie e responsabilità degli amministratori*, in *La responsabilità civile*, 2005, 454; R. ANNARATONE, *op. cit.*, 459; C. PRESCIANI, *op. cit.*, 129; M. BIONE, *op. cit.*, 359.

⁶²⁰ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 81 ss.

utili facoltative, le riserve di capitale da sovrapprezzo (nei limiti di cui si dirà), riserva da annullamento di azioni proprie acquistate ad un prezzo inferiore al valore nominale, riserva derivante da riduzione del capitale esuberante, riserva emergente dalla conversione di obbligazioni, riserva statutaria costituita appositamente per l'acquisto di azioni proprie e altre riserve statutarie rese disponibili dall'assemblea straordinaria.

Si ritiene che la riserva da sovrapprezzo azioni rientri tra le riserve disponibili solo quando la società abbia già raggiunto il limite della riserva legale, come stabilito dall'art. 2431 c.c.⁶²¹ e confermato dalla dottrina⁶²² e dalla giurisprudenza⁶²³.

Una speciale riserva è anche quella che accoglie i saldi attivi riconducibili alla rivalutazione monetaria che interessa alcuni beni dell'attivo, che a causa dell'inflazione risultano esposti a valori non più rispondenti alla realtà; tali riserve possono essere accese solo nei casi strettamente previsti dalle leggi speciali⁶²⁴ e si atteggiavano perlopiù a riserve indisponibili sotto forma di dividendi⁶²⁵. Sulla computabilità delle riserve da rivalutazione monetaria tra le «riserve disponibili» di cui art. 2357 c.c. si sono espressi favorevolmente alcuni autori⁶²⁶, talvolta però sconsigliandone l'utilizzo per non

⁶²¹ Art. 2431 c.c. - Soprapprezzo delle azioni: «Le somme percepite dalla società per l'emissione di azioni ad un prezzo superiore al loro valore nominale, ivi comprese quelle derivate dalla conversione di obbligazioni, non possono essere distribuite fino a che la riserva legale non abbia raggiunto il limite stabilito dall'articolo 2430».

⁶²² A. SERRENTINO, *Acquisto di azioni proprie, utile e riserva da sovrapprezzo*, in *Vita notarile*, 2011, 767; F. GRANDE STEVENS, *Questioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 1982, 534 ss.

⁶²³ Come si evince da *Cass. civ.*, 20 gennaio 2011, n. 1361, in *Le società*, 2011, 889 ss. Parzialmente difforme l'opinione di R. NOBILI, *op. cit.*, 765, il quale, pur richiamando la necessità che la riserva legale raggiunga il limite di cui art. 2430 c.c. per potersi avere una regolare distribuzione del sovrapprezzo, ritiene che parte della riserva sovrapprezzo sia *disponibile*, sia per la ripartizione tra i soci che per l'acquisto di azioni proprie.

⁶²⁴ Per una cui elencazione si rimanda a D. BALDUCCI, *Il bilancio d'esercizio. Principi contabili nazionali e internazionali IAS/IFRS*, Milano, 2007, 224.

⁶²⁵ Essendo invece generalmente possibile impiegarle per gli aumenti gratuiti di capitale e per la copertura di perdite: L. DE ANGELIS, *op. cit.*, 28.

⁶²⁶ R. NOBILI, *op. cit.*, 766; G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo - G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, 399; G.B. PORTALE, *L'acquisto di azioni della controllante da parte di società controllata*, in *Quadrimestre, Rivista di diritto privato*, 1986, 292 che sostiene la trasferibilità della riserva sovrapprezzo ad una riserva disponibile, non costituendo tale trasferimento una diminuzione del patrimonio sociale e rendendo la predetta riserva impiegabile anche per l'acquisto di azioni proprie. *Contra* F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie e patrimonio sociale*, in *Rivista delle società*, 1982, 1128 che sostiene l'inutilizzabilità della riserva da rivalutazione monetaria in virtù dell'assimilazione a capitale che questi saldi subiscono ai fini della distribuibilità ai soci.

incorrere nel rischio di sottrarre ai creditori una garanzia patrimoniale loro attribuita⁶²⁷.

Il computo degli utili e delle riserve deve essere effettuato sia con riferimento al momento dell'acquisto delle azioni sia al momento dell'autorizzazione assembleare, dovendo gli utili e le riserve effettivamente sussistere in entrambe le occasioni⁶²⁸. In particolare una recente sentenza⁶²⁹ ha statuito che ciò che rileva «ai fini della liceità dell'acquisto di azioni proprie» è che sussistano *al momento dell'operazione* utili distribuibili e riserve disponibili in misura «contabilmente superiore al valore nominale delle azioni acquistate»⁶³⁰, ferma restando la responsabilità degli amministratori che procedano all'acquisto senza aver previamente verificato che la consistenza di utili e riserve così come risultante dall'ultimo bilancio non si sia modificata⁶³¹.

A seguito dell'acquisto delle azioni proprie o della prestazione di assistenza finanziaria, gli utili e le riserve per esso computati diventano indisponibili⁶³².

L'espressione «ultimo bilancio regolarmente approvato» si propone parimenti di tutelare l'integrità del capitale e impone alla società di procedere all'acquisto di azioni proprie solo nei limiti di riserve ed utili effettivamente esistenti e risultanti da un bilancio *non falsato*; tuttavia a quest'interpretazione, pur condivisa, la dottrina è giunta ricorrendo a due diversi *iter* logici:

- secondo una prima impostazione⁶³³, la necessità che gli utili e le riserve computati per individuare il limite dell'acquisto di azioni proprie siano effettivamente sussistenti al momento dell'operazione, risulterebbe «un elemento implicito, e

⁶²⁷ R. NOBILI, *op. cit.*, 766 osserva che nel caso l'operazione di acquisto e rivendita di azioni proprie si concludesse con una perdita, essa andrebbe a gravare sulla riserva da rivalutazione monetaria e i creditori sociali subirebbero tale decremento senza poter proporre opposizione.

⁶²⁸ Così *Cass. pen.*, 4 marzo 1988, in *Banca, borsa e titoli di credito*, II, 430.

⁶²⁹ *Cass. civ.*, 20 gennaio 2011, n. 1361, in *Le società*, 2011, 889.

⁶³⁰ F. FANTI, *Sui limiti all'acquisto di azioni proprie*, in *Le società*, 2011, 895.

⁶³¹ *C. Cass. civ.*, 20 gennaio 2011, n. 1361, in *Le società*, 2011, 890 : «L'obiezione secondo la quale (...) anche l'indicato requisito dell'indisponibilità delle riserve debba sussistere alla data di chiusura di detto bilancio, non rilevando le eventuali vicende societarie successive (...) non appare persuasiva».

⁶³² P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 271; R. ANNARATONE, *op. cit.*, 457.

⁶³³ F. CARBONETTI, *Acquisto di azioni proprie ed esistenza degli utili e riserve «risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato»*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1988, II, 440.

logicamente ovvio, della fattispecie»; all'espressione *bilancio regolarmente approvato* non si dovrebbe dunque attribuire altro significato se non quello di "bilancio risultante da una corretta e completa procedura di formazione, indipendentemente dalla bontà intrinseca dei singoli atti che la compongono"⁶³⁴;

- una diversa prospettiva, proposta dalla dottrina⁶³⁵ e ripresa dalla giurisprudenza della Suprema Corte, attribuisce all'avverbio *regolarmente* una portata più ampia⁶³⁶ che ricomprende i requisiti di correttezza e veridicità sia in senso formale che sostanziale⁶³⁷. Il richiamo che dunque l'art. 2357 c.c. farebbe alla veridicità⁶³⁸ del bilancio e all'aderenza dei metodi di valutazione alle prescrizioni di legge risulterebbero necessariamente funzionali «allo scopo di evitare che la norma possa essere elusa attraverso false appostazioni, sopravvalutazioni di beni sociali o altri artifici»⁶³⁹.

Alcuni autori⁶⁴⁰, in linea con la prescrizione comunitaria⁶⁴¹, ritengono che sia inoltre compito degli amministratori verificare, prima di intraprendere l'operazione di acquisto,

⁶³⁴ «Quando si sia compiutamente e formalmente verificata la sua procedura di formazione, vale a dire quando abbiano trovato luogo i vari atti che quella procedura compongono – attestazione contabile redatta dagli amministratori, relazione degli amministratori, relazione dei sindaci, delibera di approvazione da parte dell'assemblea – indipendentemente dalla incensurabilità nel merito procedimentale dei singoli atti»: così B. LIBONATI, *Formazione del bilancio e destinazione degli utili*, Napoli, 1978, 164.

⁶³⁵ G. B. PORTALE, *Una sentenza penale in tema di «bilancio regolarmente approvato ex art. 2357 c.c.»*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1987, II, 462 ss.

⁶³⁶ Più ampia rispetto alla «regolarità in senso sostanziale» che per Carbonetti consiste nell'«osservanza delle regole valutative del bilancio»: F. CARBONETTI, *Acquisto di azioni proprie ed esistenza degli utili e riserve «risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato»*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1988, II, 438.

⁶³⁷ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 84; M. BIONE, *op. cit.*, 359; concorde anche F. CORSI, *op. cit.*, 252, che ritiene che la norma potrebbe essere altrimenti eludibile tramite «sopravvalutazioni di beni sociali o con altri artifici».

⁶³⁸ «Il bilancio (...) è vero quando sono rispettati i principi di redazione e i criteri di valutazione prescritti dalla legge per la sua predisposizione (...) sanciti segnatamente dagli artt. 2423-bis e 2426»: L. DE ANGELIS, *Elementi di diritto contabile*, Giuffrè, Milano, 2013, 15.

⁶³⁹ *Cass. pen.*, 4 marzo 1988, in *Banca borsa e titoli di credito*, II, 437.

⁶⁴⁰ G. PARTESOTTI, *op. cit.*, 401; S. FORTUNATO, *Acquisto di azioni proprie: finanziamento e contabilizzazione*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttarò – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 316; C. PRESCIANI, *op. cit.*, 130; G. STRAMPELLI, *Il limite quantitativo alla prestazione di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*, Torino, 2011, 158; R. NOBILI, *op. cit.*, 767 ss. sostiene che questo obbligo nell'ordinamento italiano sia «non riprodotto (...) perché implicito nel sistema».

che le riserve che si intendano utilizzare a copertura dell'acquisto, non siano state erose da eventuali perdite.

Gli utili distribuibili e le riserve disponibili vengono richiamate anche dall'art. 2358 c.c. per limitare il ricorso all'assistenza finanziaria. L'identico riferimento non implica però necessariamente che contesto il limite assuma la medesima portata nelle due discipline: se infatti l'acquisto di azioni proprie mostra profili di pericolosità legati alla possibile restituzione di aliquote di patrimonio ai soci, la prestazione di assistenza finanziaria può anche lasciare inalterata la struttura patrimoniale della società (ad esempio, nel caso di prestazione a favore di un terzo, all'uscita di risorse finanziarie corrisponde il sorgere di un credito di eguale valore). Si deve pertanto ritenere, per questo motivo, che la condizione riferita agli utili e alle riserve voglia, più che impedire una lesione del patrimonio, contenere eventuali perdite future derivanti dall'operazione di assistenza finanziaria limitandole alle voci patrimoniali che non costituiscono garanzia per i creditori sociali⁶⁴².

4.1.2 Il ruolo della delibera assembleare

L'acquisto e la disposizione delle azioni proprie rientrano a pieno titolo tra gli atti di gestione⁶⁴³ e come tale spetterebbero agli amministratori, che del potere gestorio sono titolari *ex art. 2380-bis c.c.*: l'apposizione però di una condizione autorizzativa limita la loro competenza funzionale⁶⁴⁴ e sottrae a quest'atto il tratto di tipico *fatto gestionale*⁶⁴⁵.

⁶⁴¹ Art. 19 paragrafo 1 lett. a) direttiva 77/91/CEE: «L'autorizzazione di acquisizione è accordata dall'assemblea che ne fissa le modalità, in particolare il numero massimo di azioni da acquisire, la durata per cui è accordata l'autorizzazione e che non può superare i 18 mesi ed in caso di acquisizione a titolo oneroso il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo. I membri dell'organo di amministrazione o di direzione sono tenuti a vigilare a che, al momento di ogni acquisizione autorizzata, siano rispettate le condizioni di cui alle lettere b), c), d)».

⁶⁴² G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 151 ss.

⁶⁴³ M. BIONE, *op. cit.*, 356; C. PRESCIANI, *op. cit.*, 128; A. SERRENTINO, *op. cit.*, 772; A. GHINI, *Formalità e compiti gestori per acquisto di azioni proprie e della controllante*, in *Le società*, 2007, 31.

⁶⁴⁴ F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 67.

⁶⁴⁵ F. LIZZA, *L'acquisto di azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1983, 8. Di deroga al principio scrive anche A. SERRENTINO, *op. cit.*, 772. Secondo G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, 389 si tratta invece di «un esempio perspicuo di integrazione dei poteri di compimento dell'atto rispetto alla naturale competenza dell'organo di gestione».

L'autorizzazione assembleare costituisce una condizione imprescindibile⁶⁴⁶ per la legittimità dell'acquisto di azioni proprie fin dal 1882: essa era originariamente prevista nell'art. 144 c.co., è stata poi confermata nel testo del Codice Civile ed è poi stata adottata a livello comunitario con la Seconda Direttiva.

L'autorizzazione assembleare è richiesta per molti aspetti della disciplina delle azioni proprie: essa si rende necessaria per l'acquisto delle azioni, per la determinazione delle modalità di alienazione di azioni proprie acquistate in violazione dei requisiti richiesti (art. 2357 c.c.); per autorizzare gli amministratori a disporne (art. 2357-ter c.c.); per determinare le modalità di alienazione di azioni proprie possedute in violazione dei requisiti richiesti (art. 2357-quater c.c.)⁶⁴⁷. Non è invece necessaria per gli acquisti di cui ai nn. 2 e 4 dell'art. 2357-bis c.c. (acquisti a titolo gratuito o in esecuzione forzata di un credito).

Le ragioni che giustificano l'apposizione di un siffatto limite all'arbitrio degli amministratori⁶⁴⁸ sono riconducibili a diverse istanze di tutela:

- il Legislatore, imponendo l'intervento dell'assemblea dei soci, ha voluto sottrarre il compimento di un'operazione gestoria agli amministratori, subordinandone la liceità al rilascio di un'autorizzazione da parte di un organo diverso⁶⁴⁹. Nonostante infatti l'acquisto, la rivendita e il compimento di altre operazioni sulle azioni proprie si risolvano in mutamenti del patrimonio sociale⁶⁵⁰, l'attribuzione ai soli

⁶⁴⁶ Definita «una formale, specifica, decisione della collettività dei soci preventivamente informata e appositamente convocata»: I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992, 69 ss.

⁶⁴⁷ Questa l'elencazione di F. CORSI, *op. cit.*, 254.

⁶⁴⁸ Infatti, nonostante la chiara dizione dell'art. 2380-bis c.c. che sancisce l'«esclusiva competenza gestoria agli amministratori», il ruolo dell'assemblea nell'operazione non è affatto trascurabile sotto il profilo del governo societario: ad essa compete di canalizzare nei confronti dell'organo amministrativo le preferenze dei soci («destinatari ultimi del saldo netto generato dall'attività d'impresa») e «declinare la misura di remunerazione dell'investimento», delineando «le condizioni generali della partecipazione all'attività ed il suo profilo di rendimento». Così M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Rivista delle Società*, 2013, 343 ss.

⁶⁴⁹ B. POZZO, *op. cit.*, 208.

⁶⁵⁰ E vengono per questo considerati atti di gestione di competenza degli amministratori: N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012, 43.

amministratori del potere di decidere di queste vicende potrebbe essere fonte di abusi⁶⁵¹;

- l'autorizzazione assembleare risulta un idoneo mezzo per assicurare il diritto all'informazione dei soci, fornendo loro la possibilità di conoscere, soppesare, rielaborare e valutare questa scelta gestionale e le relative modalità di implementazione, dal momento che questa costituisce un impiego di risorse finanziarie da loro messe a disposizione dell'interesse sociale⁶⁵². La previsione della delibera assembleare è dunque finalizzata ad assicurare che l'operazione «sia oggetto di dibattito e valutazione nella sede più adatta» da parte di tutti gli interessati, che sono chiamati a parteciparvi⁶⁵³;
- l'attribuzione della competenza all'assemblea si pone inoltre in continuità con la sua prerogativa di disporre delle risorse finanziarie cui l'acquisto di azioni proprie deve rapportarsi: dal momento che all'assemblea spettano le decisioni riguardanti sia l'impiego dell'utile che la formazione e l'impiego delle riserve⁶⁵⁴, si ritiene che essa debba esprimere il proprio assenso ad una operazione che assorbe risorse che essi potrebbero destinare ad altri fini (primo fra tutti, la distribuzione a se stessi)⁶⁵⁵; la necessità dell'autorizzazione impedirebbe dunque agli amministratori di procedere ad indebite distribuzioni di utili⁶⁵⁶;
- l'acquisto di azioni proprie esercita poi un'indubbia influenza sul piano organizzativo, come strumento modificativo della composizione della proprietà

⁶⁵¹ F. CORSI, *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante, in L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 253; A. ALBANESE, *Acquisto o sottoscrizione di azioni proprie e responsabilità degli amministratori*, in *La responsabilità civile*, 2005, 455.

⁶⁵² F. CARBONETTI, *op. cit.*, 65; B. POZZO, *L'acquisto di azioni proprie. La storia di un problema in un'analisi di diritto comparato*, Milano, 2003, 208; P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 223; I. MENGHI, *op. cit.*, 67; F. LIZZA, *op. cit.*, 7 ss.

⁶⁵³ B. POZZO, *op. cit.*, 208; E. SABATELLI, *Acquisto di azioni proprie da parte della società emittente*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttarò – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 279; anche secondo S. SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto delle proprie azioni e diritti degli azionisti*, in *Rivista delle società*, 1973, 10 l'assemblea è stata scelta come «sede naturale» per l'individuazione e risoluzione di conflitti e contrasti interni che l'operazione suscita.

⁶⁵⁴ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 65; A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 295 ss.; R. MAGGI, *op. cit.*, 807.

⁶⁵⁵ I. MENGHI, *op. cit.*, 67.

⁶⁵⁶ N. DE LUCA, *op. cit.*, 40 richiamando il quarto *considerando* della direttiva 77/91/CEE del 13 dicembre 1976.

azionaria⁶⁵⁷: l'autorizzazione assembleare costituisce dunque un idoneo strumento per consentire agli amministratori di «modificare gli assetti proprietari e organizzativi della società»⁶⁵⁸.

Ritiene oggi pacificamente la dottrina che l'autorizzazione debba essere concessa dall'assemblea costituita in sede ordinaria (salvo il caso che l'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie sia parte integrante di una riduzione di capitale o che l'autorizzazione sia emanata ai sensi dell'art. 2358 co. 4 c.c.⁶⁵⁹) giacché la fattispecie non viene ricompresa nell'elencazione degli oggetti riservati all'assemblea straordinaria di cui all'art. 2365 c.c.⁶⁶⁰

4.1.3 *Segue: il contenuto della delibera*

L'art. 2357 c.c. prevede un contenuto *minimo* per l'autorizzazione dell'acquisto di azioni proprie, che può essere arricchita di ulteriori previsioni (come suggerito dalla locuzione «in particolare», che allude ad un contenuto ben più ampio⁶⁶¹).

In particolare la determinazione di un *range*⁶⁶² entro cui limitare il corrispettivo dell'acquisto risponde all'interesse dei soci a contenere le risorse assorbite

⁶⁵⁷ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 65.

⁶⁵⁸ N. DE LUCA, *op. cit.*, 42; P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 223.

⁶⁵⁹ Casi in cui la competenza spetta invece all'assemblea in sede straordinaria: N. DE LUCA, *op. cit.*, 38.

⁶⁶⁰ P. PITTER, *Sub. art. 2357 c.c.*, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian - A. Trabucchi, Padova, Cedam, 1981, 954; G. FRE', *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1972, 254; A. ALBANESE, *op. cit.*, 455; F. CARBONETTI, *op. cit.*, 69; F. LIZZA, *op. cit.*, 17; B. POZZO, *op. cit.*, 343; M. BIONE, *op. cit.*, 355 (nota n. 20).

⁶⁶¹ Così F. CARBONETTI, *op. cit.*, 69; M. BIONE, *op. cit.*, 356; anche secondo R. NOBILI, *Osservazioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 1987, 770, la società potrebbe auspicabilmente determinare la scelta di quali azioni acquistare, il modo di pagamento del prezzo, la scelta su quali mercati operare, ecc.

⁶⁶² È stato tuttavia osservato che la previsione di un corrispettivo minimo risulta «sostanzialmente inutile, in quanto non funzionale alla tutela di alcun apprezzabile interesse»: così M. STELLA RICHTER jr., *Novo e novissimo regime dell'acquisto delle proprie azioni*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011, 812 (nota n. 12).

dall'investimento⁶⁶³. L'assemblea non è invece tenuta ad indicare gli scopi⁶⁶⁴ dell'operazione sui propri titoli, come invece avviene in altre legislazioni⁶⁶⁵.

Con riguardo al rapporto intercorrente tra la volontà dei soci, espressa nella delibera assembleare di autorizzazione all'acquisto di azioni proprie, e la discrezionalità degli amministratori, che consente loro di adottare le scelte gestionali che ritengano opportune nell'interesse della società, la dottrina non si è sempre mostrata concorde: secondo un'opinione (oggi superata)⁶⁶⁶ la competenza dei soci per l'acquisto di azioni proprie, giustificata dai risvolti patrimoniali e organizzativi che caratterizzano quest'operazione, non può lasciare spazio all'*interpretazione* degli amministratori ed essi sono tenuti ad attenersi alla volontà espressa dalla maggioranza assembleare dando corso all'operazione autorizzata e senza poter eccepire la sussistenza di un «interesse sociale – giuridicamente rilevante – distinto e contrapposto rispetto a quello giudicato tale dalla maggioranza»; secondo l'opinione oggi maggiormente accreditata⁶⁶⁷ invece, gli amministratori, una volta ottenuta l'autorizzazione dall'assemblea, non sarebbero tenuti a porre in essere l'atto autorizzato, potendo essi desistere: qualora ritengano che dall'esecuzione possa derivare un pregiudizio alla società, quando ritengano venute meno le ragioni di opportunità dell'operazione o quando più in generale non ritengano appropriate le modalità stabilite dalla maggioranza dei soci. Si ritiene inoltre a tal proposito che la delibera assembleare non abbia per oggetto l'*acquisto* in sé ma

⁶⁶³ Così R. NOBILI, *op. cit.*, 70 ss.

⁶⁶⁴ Che risulteranno però dalla relazione che gli amministratori redigono per illustrare l'operazione all'assemblea: P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 224.

⁶⁶⁵ In particolare nella legge tedesca e francese, come riferito da B. POZZO, *op. cit.*, 344. In assenza di uno specifico obbligo anche I. MENGHI, *op. cit.*, 131 ss. riconosce un interesse dell'assemblea a non disciplinare in modo troppo dettagliato il contenuto specifico dell'atto, risultando preferibile cogliere gli eventuali vantaggi derivanti da una maggiore discrezionalità lasciata agli amministratori.

⁶⁶⁶ I. MENGHI, *op. cit.*, 130 ss.

⁶⁶⁷ A. GHINI, *op. cit.*, 31; R. MAGGI, *op. cit.*, 807; F. CARBONETTI, *op. cit.*, 67 ss.; N. DE LUCA, *op. cit.*, 44 ss.; G. PARTESOTTI, *op. cit.*, 390; P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 223; C. PRESCIANI, *op. cit.*, 127 sintetizza così il concetto: «I soci non avrebbero così il potere di obbligare gli amministratori a procedere all'acquisto, essendo l'organo gestorio libero di valutare l'opportunità dell'operazione e decidere anche a seguito dell'ottenimento dell'autorizzazione, se compierla o meno». Conferma anche A. ALBANESE, *op. cit.*, 455 che, nonostante si tratti di «uno dei rari casi in cui l'assemblea delibera su atti di gestione», esso non costituisce una deroga al principio di competenza generale degli amministratori, dal momento che «la delibera autorizzativa non vincola gli amministratori».

l'attribuzione dell'autorizzazione ad acquistare, che, una volta concessa dall'assemblea, lascia gli amministratori liberi di non dare corso all'acquisto.

In alcuni casi particolari però la delibera assembleare non permette ai soci di disciplinare specificamente l'atto di disposizione delle azioni proprie che viene contestualmente autorizzato, rendendosi piuttosto necessaria per legittimare un atto dovuto⁶⁶⁸: in tal caso spetta agli amministratori il compimento di un'operazione sullo svolgimento della quale l'assemblea non è pienamente sovrana.

L'autorizzazione assembleare è richiesta anche dalla disciplina riguardante le «Altre operazioni sulle azioni proprie»⁶⁶⁹, dal momento che anche la prestazione di assistenza finanziaria può comportare importanti modifiche degli assetti proprietari⁶⁷⁰; essa però si atteggia nei due casi diversamente: con la previsione di cui art. 2357 c.c. il Legislatore ha riconosciuto all'assemblea un potere autorizzativo e «una competenza decisoria di carattere gestorio relativa alla determinazione delle modalità di acquisto e disposizione»⁶⁷¹, rispetto a cui gli amministratori sono vincolati⁶⁷²; nel caso invece dell'assistenza finanziaria, la circostanza per cui l'organo amministrativo è tenuto a redigere una relazione scritta che illustri nel dettaglio i termini e gli obiettivi perseguiti con l'operazione, porta l'interprete a ritenere che l'assemblea possa solamente concedere o negare l'autorizzazione senza poter intervenire nel merito degli aspetti operativi del procedimento⁶⁷³.

⁶⁶⁸ Nei casi si renda necessario l'acquisto per favorire il recesso ad un socio *ex art. 2437-quater co. 5 c.c.* o per "compensare" la presenza di limitazioni imposte alla circolazione delle azioni *ex art. 2355-bis c.c.*; o quando si debba procedere all'alienazione di azioni proprie acquistate o possedute in violazione dei limiti di legge: nei predetti casi l'assemblea non ha il potere di determinare l'ammontare di azioni acquistate e/o il corrispettivo a cui deve avvenire lo scambio. Così M. BIONE, *op. cit.*, 357.

⁶⁶⁹ L'art. 2358 c.c. richiede però l'intervento dell'assemblea in convocazione straordinaria.

⁶⁷⁰ R. ANNARATORE, *op. cit.*, 457.

⁶⁷¹ N. DE LUCA, *op. cit.*, 46.

⁶⁷² Vincolo che, come visto sopra, riguarda le modalità previste dall'assemblea e non costituente un obbligo in capo agli amministratori di procedere all'acquisto in sé.

⁶⁷³ N. DE LUCA, *op. cit.*, 52; N. ABRIANI, *op. cit.*, 253; A. DENTAMARO, *Spunti di riflessioni sul divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011, 423; V. SALAFIA, *L'art. 2358 c.c. dopo il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 124*, in *Le società*, 2014, 25; I. DEMURO, *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di proprie azioni*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, I, 235.

Una delle condizioni di validità della delibera assembleare è l'esplicita indicazione nell'ordine di convocazione della previsione dell'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie⁶⁷⁴: la Suprema Corte ha ritenuto infatti illegittima la ricomprensione di questa autorizzazione tra quelle (strettamente connesse e) ricomprensibili nella dizione «approvazione del bilancio». L'avviso di convocazione dell'assemblea, la cui funzione è quella di «rendere preventivamente edotti i soci degli argomenti da trattare, per evitare sorprese alla buona fede dei soci esterni e consentire loro una partecipazione consapevole e fattiva», deve infatti contenere un'indicazione «sintetica (...) non ambigua e non generica» che «consenta la trattazione e la disamina di situazioni consequenziali ed accessorie»⁶⁷⁵. A tal proposito, così come l'assemblea che approva il bilancio può contestualmente deliberare sulla distribuzione degli utili (come disposto dall'art. 2433 co. 1 c.c.), la Corte ritiene che nell'approvazione del bilancio si possa legittimamente ricomprensire anche l'istituzione di un fondo destinato all'acquisto di azioni proprie⁶⁷⁶; ma nulla di più sarebbe consentito all'assemblea disporre riguardo l'impiego di quel fondo per l'acquisto di azioni «senza che ciò risulti indicato nell'o.d.g.»⁶⁷⁷.

In conclusione, la mancata esplicita indicazione dell'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie impedisce all'assemblea di poter procedere alla deliberazione autorizzativa dell'acquisto per tutelare⁶⁷⁸:

- la buona fede dei soci che decidono di non partecipare alla convocazione, i quali possono legittimamente confidare che non verranno in quella sede trattate materie non ricomprese nell'ordine del giorno;
- il diritto dei soci che intendono partecipare alla convocazione a conoscere e ad essere informati delle questioni che verranno ivi trattate, «affinché essi possano con consapevolezza articolare la discussione dei problemi che detto oggetto comporta e contribuire ad esprimere la volontà collettiva dei soci»⁶⁷⁹.

⁶⁷⁴ C. Cass. civ., 20 dicembre 1995, n. 13019, in *Notariato*, 1996, 322.

⁶⁷⁵ C. Cass. civ., 20 dicembre 1995, n. 13019, in *Notariato*, 1996, 323.

⁶⁷⁶ J. SODI, *L'acquisto «consapevole» di azioni proprie*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1996, II, 757.

⁶⁷⁷ E. PAPPA MONTEFORTE, *Commento a Cass.*, 20 dicembre 1995, n. 13019, in *Notariato*, 1996, 327.

⁶⁷⁸ J. SODI, *op. cit.*, 752; E. PAPPA MONTEFORTE, *op. cit.*, 327.

⁶⁷⁹ C. Cass. civ., 20 dicembre 1995, n. 13019, in *Notariato*, 1996, 325.

4.1.4 La disciplina dei quorum

Uno degli aspetti che aiuta a comprendere in che termini le azioni proprie in portafoglio possano influire sulla volontà sociale è la loro computabilità ai fini delle norme che disciplinano le maggioranze assembleari.

La regola della computabilità o meno delle azioni proprie non può prescindere dalla circostanza che ad esse sia inibito il diritto di voto, atteso che la regola generale statuisce che: «Possono intervenire all'assemblea coloro ai quali spetta il diritto di voto» (art. 2370 co. 1 c.c.).

Le azioni prive del diritto di voto possono essere suddivise in due gruppi, a seconda del peso che l'assenza del diritto di voto riveste per esse: da un lato troviamo le azioni prive del diritto di voto *ab origine* e in modo assoluto (azioni senza diritto di voto, azioni a voto limitato o subordinato *ex art.* 2351 co. 2, azioni di godimento cui non sia attribuito il voto), dall'altro le azioni cui astrattamente spetterebbe il diritto di voto ma che risultano temporaneamente inabilite a tal fine per vicende diverse⁶⁸⁰ (azioni del socio in mora, azioni rientranti in un patto parasociale non adeguatamente pubblicizzato); per le prime vige la regola generale di cui art. 2370 co. 1 c.c. ed esse sono escluse dal computo delle maggioranze; mentre per le seconde il comma terzo dell'art. 2368 c.c. ne impone il computo «ai fini della regolare costituzione dell'assemblea».

Vediamo ora in che termini il trattamento delle azioni proprie si distingue da quello spettante alle altre azioni prive di diritto di voto, ricordando fin d'ora che il mancato computo delle azioni proprie nelle maggioranze produce l'effetto di incrementare proporzionalmente il peso e il valore delle partecipazioni degli altri soci, consolidando le posizioni di potere di chi detiene una partecipazione di maggioranza relativa⁶⁸¹.

La dottrina⁶⁸² e la giurisprudenza⁶⁸³ anteriori al d.p.r. 30/1986, in assenza di un'esplicita previsione normativa, ritenevano che delle azioni proprie non si dovesse

⁶⁸⁰ C. UNGARI TRASATTI, *op. cit.*, 171.

⁶⁸¹ Riassume questo concetto E. SABATELLI, *Acquisto di azioni proprie da parte della società emittente*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 279 ss.: «Se una certa percentuale di titoli viene sottratta alla circolazione ed acquisita dalla società, questo evento si riflette sulle partecipazioni dei soci residui che (...) subiscono sotto il profilo amministrativo un incremento di valore proporzionale alla percentuale dei titoli acquisiti».

⁶⁸² A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1962, 300; G. FRE', *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1972, 260; F.

tenere conto in alcun modo: la relazione al Codice Civile del 1942 affermava infatti che con l'art. 2357 c.c. il Legislatore si proponeva di evitare che gli amministratori potessero, mediante le azioni proprie, crearsi una maggioranza «comoda» a spese del patrimonio sociale; considerazione che quindi supportava la sospensione del diritto di voto⁶⁸⁴. Sulla scorta della considerazione che le azioni proprie non risultassero nominativamente intestate a singole persone (fisiche o giuridiche) e non potessero esercitare il diritto di voto, la giurisprudenza si era espressa in modo negativo circa la loro computabilità sia nei *quorum* costitutivi che deliberativi⁶⁸⁵. La dottrina supportava questa interpretazione motivandola con vari argomenti: secondo una prima interpretazione⁶⁸⁶ il capitale sociale era sostanzialmente rappresentato solo dalle azioni in circolazione e dunque solo di queste ultime risultava opportuno tenere conto ai fini del computo delle maggioranze; secondo altri⁶⁸⁷ la sospensione dei diritti, *in primis* del voto, prevista per le azioni proprie testimoniava la loro incapacità di influire sulla formazione della volontà sociale; secondo una diversa prospettiva⁶⁸⁸ l'eventuale computo delle azioni proprie avrebbe esposto alcune società alla paralisi assembleare.

Con l'introduzione dell'art. 2357-ter c.c. ad opera del d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30, il Legislatore si è invece espresso in senso opposto rispetto all'orientamento previgente, sancendo che: «*Il diritto di voto è sospeso, ma le azioni proprie sono tuttavia computate nel capitale ai fini del calcolo delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni*

LIZZA, *op. cit.*, 50; A. DE GREGORIO, *L'acquisto delle azioni di una società anonima per conto della stessa società e l'art. 144 cod. di commercio*, in *Studi di Diritto Commerciale in Onore di Cesare Vivante*, I, Roma, 1931, 393; G. CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1983, II, 506 ss.

⁶⁸³ App. Torino, 6 giugno 1949, in *Giurisprudenza italiana*, 1949, I, sez. 2, 584; Trib. Udine, 3 gennaio 1985, in *Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 1985, II, 496; Trib. Milano, 17 aprile 1982, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1983, II, 506.

⁶⁸⁴ E. E. BONAVERA, *Computo delle azioni proprie ai fini del calcolo delle maggioranze in assemblea*, in *Le società*, 2012, 1283.

⁶⁸⁵ Trib. Udine, 3 gennaio 1985, in *Diritto fallimentare e delle società commerciali*, 1985, II, 496: «Dette azioni, pur essendo state emesse e liberate, non sono assegnate nominativamente a singole persone fisiche o a persone giuridiche, ma figurano in capo alla "massa dei soci" e, conseguentemente, non essendo individuabile il soggetto attivo che deve esprimere il voto, non possono essere ammesse alla votazione».

⁶⁸⁶ A. DE GREGORIO, *op. cit.*, 393.

⁶⁸⁷ G. FRE', *op. cit.*, 259; G. CARCANO, *op. cit.*, 510.

⁶⁸⁸ G. FRE', *op. cit.*, 260.

dell'assemblea». Questa nuova considerazione delle azioni proprie rivela una maggiore attenzione per la tutela delle minoranze, che potevano in passato assistere ad una modifica del «peso organizzativo» delle partecipazioni attuata con l'investimento (in azioni proprie) di risorse comuni⁶⁸⁹ che permetteva il rafforzamento dei soci di maggioranza relativa⁶⁹⁰. Il cambiamento di prospettiva era stato però attenuato dall'introduzione di un limite quantitativo alle azioni proprie acquistate (che nel testo del d.p.r. 30/1986 non potevano superare il decimo del capitale sociale): in questo modo si evitava di giungere a situazioni di “stallo assembleare” dovute all'acquisto di una considerevole quota del capitale in azioni proprie⁶⁹¹.

Il rischio di paralisi assembleare per le società che abusino dell'acquisto di azioni proprie si ripresenta però oggi, dopo che con d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142 è stato eliminato ogni limite quantitativo per le società che non fanno ricorso al capitale di rischio (mentre il limite è stato incrementato al 20% del capitale per le società aperte): potrebbe dunque accadere ad una società chiusa, qualora essa venga in possesso di almeno il 50% delle azioni dotate di diritto di voto e non abbia autorizzato (contestualmente all'acquisto) gli amministratori a procedere all'alienazione delle

⁶⁸⁹ G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, 440; N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012, 180 (nota n. 16).

⁶⁹⁰ *Cass. civ.*, 16 ottobre 2013, n. 23541, (inedita): «L'estensione della base di calcolo dei quorum assembleari alle azioni proprie della società, introdotta, come si è detto, dal D.P.R. n. 30 del 1986, ha lo scopo di evitare vantaggi per gli amministratori e i soci di maggioranza relativa, dato che quanto minore è la base di calcolo della maggioranza, tanto più agevole è il controllo dell'assemblea»; G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *Riflessioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista del notariato*, 2009, III, 795; M. BIONE, *Sub. art. 2357-ter*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Nicolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, 374 conferma che la regola del computo evita che «il potere di quanti detengono il controllo (...) per effetto della riduzione del numero di azioni occorrenti per la valida costituzione e per le deliberazioni delle assemblee e per l'assunzione delle relative delibere» risulti ampliato.

⁶⁹¹ Il limite del 10% infatti «per la sua relativa modestia, non è tale da mettere in difficoltà il funzionamento dell'assemblea»: così F. CARBONETTI, *op. cit.*, 139; N. DE LUCA, *op. cit.*, 179; conferma l'accortezza del Legislatore anche la Cassazione in *Cass. civ.*, 16 ottobre 2013, n. 23541 (inedita): «Lo scopo di evitare vantaggi per gli amministratori e i soci di maggioranza relativa (...) però, non viene perseguito ad ogni costo dal legislatore del 1986, essendo prevalente rispetto ad esso il fine di evitare situazioni di stallo, per l'impossibilità di formare una maggioranza, rispetto a decisioni da cui dipende la stessa sopravvivenza della società, quali l'approvazione del bilancio e la nomina delle cariche sociali, di competenza appunto dell'assemblea ordinaria».

medesime, di trovarsi «*ipso facto* in una situazione di stallo giuridico»⁶⁹², non potendo l'assemblea assumere qualsivoglia decisione, inclusa la rivendita o l'assegnazione gratuita delle azioni; l'impossibilità di deliberare costituisce una causa di scioglimento della società ex art. 2484 c.c.⁶⁹³ costringendo gli amministratori a rivolgersi al Tribunale affinché provveda con decreto alla nomina dei liquidatori e alle relative modalità ex art. 2487 c.c.⁶⁹⁴.

4.1.5 *Segue: il fuorviante riferimento al capitale e la disciplina vigente*

Il riferimento al "capitale" contenuto nel secondo comma dell'art. 2357-ter c.c. (nel testo introdotto con d.p.r. 30/1986) ha dato adito a dubbi circa la computabilità delle azioni proprie nei *quorum* espressi in riferimento alle azioni presenti in assemblea.

Sulla base del richiamo letterale alle «quote» e al «capitale» alcuni autori⁶⁹⁵ hanno ritenuto di dover operare una distinzione tra le maggioranze indicate come frazioni o percentuali di capitale sociale e quelle indicate come una quota indeterminata di capitale: le azioni proprie dovrebbero essere incluse solo nel calcolo delle prime, giacché l'espressione «*compute* nel capitale ai fini del calcolo delle quote richieste»

⁶⁹² N. DE LUCA, *op. cit.*, 53. Nello stesso senso: M. ZAPPALÀ, *La nuova disciplina dell'acquisto di azioni proprie per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Le società*, 2011, 1310; G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *Riflessioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista del notariato*, 2009, III, 801.

⁶⁹³ Art. 2484 c.c. – Cause di scioglimento: «Le società per azioni, in accomandita per azioni e a responsabilità limitata si sciolgono: (...)

3) per l'impossibilità di funzionamento o per la continuata inattività dell'assemblea (...).

⁶⁹⁴ Art. 2487 c.c. – Nomina e revoca dei liquidatori; criteri di svolgimento della liquidazione: «Salvo che nei casi previsti dai numeri 2), 4) e 6) del primo comma dell'articolo 2484 non abbia già provveduto l'assemblea e salvo che l'atto costitutivo o lo statuto non dispongano in materia, gli amministratori, contestualmente all'accertamento della causa di scioglimento, debbono convocare l'assemblea dei soci (...).

Se gli amministratori omettono la convocazione di cui al comma precedente, il tribunale vi provvede su istanza di singoli soci o amministratori, ovvero dei sindaci, e, nel caso in cui l'assemblea non si costituisca o non deliberi, adotta con decreto le decisioni ivi previste (...).

⁶⁹⁵ V. SALAFIA, *Computo delle azioni proprie ai fini del quorum deliberativo di assemblea di spa. Commento a Trib. Roma 21 aprile 2004*, in *Le società*, 2004, 1411; R. GRANATA, *Assemblea ordinaria delle società per azioni: calcolo della maggioranza assoluta, in prima convocazione, delle azioni proprie e quorum deliberativo, in seconda convocazione*, in *Giustizia civile*, 2005, II, 223; F. CARBONETTI, *Azioni proprie e quorum assembleari*, in *Le società*, 2013, 2, 168; L. ARDIZZONE, *Incidenza delle azioni proprie sul quorum dell'assemblea ordinaria in seconda convocazione*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2006, 131. In giurisprudenza *Trib. Roma, 14 giugno 2005*, in *Rivista del notariato*, 2006, 1584.

costituirebbe un riferimento ai *quorum* «matematicamente fissato in forma di frazione»⁶⁹⁶. L'attribuzione di rilevanza alle azioni proprie solo nei casi in cui la legge impone un espresso riferimento al capitale sociale sarebbe giustificata, oltre che dall'indicazione letterale riferita alle quote e al capitale, dal riferimento al capitale *rappresentato* in assemblea *dai soci*: sarebbe infatti improprio affermare che le azioni proprie possano ritenersi *partecipanti* o *rappresentate* in assemblea, essendo in possesso di un soggetto (l'ente societario che le ha emesse) inabilitato a partecipare all'assemblea⁶⁹⁷.

Impedirebbe inoltre il computo delle azioni proprie ai tali fini l'esigenza di dare piena applicazione al principio di maggioranza assembleare: quando la legge non richiami uno specifico *quorum* predeterminato in rapporto all'intero capitale, la deliberazione deve essere adottata sulla base della prevalenza di opinioni dei soci intervenuti all'assemblea; alla luce dello stretto legame che il primo comma dell'art. 2370 c.c.⁶⁹⁸ individua tra il diritto di *voto* (esplicitamente inibito alle azioni proprie fin dal 1882) e il diritto di *intervento* in assemblea⁶⁹⁹ deve dunque concludersi che «il modo di formazione della

⁶⁹⁶ R. GRANATA, *op. cit.*, 228.

⁶⁹⁷ *Cass. civ.*, 16 ottobre 2013, n. 23541 (inedita): «Né sarebbe comunque corretto (...) qualificare le azioni proprie della società come azioni rappresentate o presenti in assemblea (...), per la fondamentale ragione (anche questa già evidenziata in dottrina) che non già le azioni, bensì i soci che le detengono compongono l'assemblea (ancorché con diritto di voto proporzionale alle azioni possedute), mentre la società, nonostante detenga proprie azioni, non può, per definizione, essere socia di se stessa, né parte di un proprio organo interno»; F. CARBONETTI, *op. ult. cit.*, 169; L. ARDIZZONE, *op. ult. cit.*, 135; R. GRANATA, *op. cit.*, 230: «Le "azioni proprie", infatti, sono in proprietà dell'ente societario, che non può partecipare all'assemblea per l'elementare assioma che "il tutto", cioè l'intero, nella specie la società, non puoi essere "parte" di sé stesso e partecipare, appunto come società, all'attività di una delle strutture che quel "tutto" compongono e nelle quali questo si articola: nella specie l'assemblea»; concorde anche V. SALAFIA, *op. ult. cit.*, 1416 ss., con riferimento a *Trib. Roma*, 21 aprile 2004: «Il Tribunale non ha rilevato, come avrebbe dovuto, l'inammissibilità all'assemblea delle predette azioni proprie. All'assemblea, infatti, sono ammessi solo i soci, ma non anche la società (...). L'assemblea è organo della società, è una delle sue articolazioni, che vive per mezzo della partecipazione dei soci e non anche con la partecipazione del soggetto, del quale costituisce una parte».

⁶⁹⁸ Il cui testo ha subito modifiche negli anni: il testo originario riportava: «Possono intervenire all'assemblea gli azionisti iscritti nel libro dei soci almeno cinque giorni prima di quello fissato per l'assemblea, e quelli che hanno depositato nel termine stesso le loro azioni presso la sede sociale o gli istituti di credito indicati nell'avviso di convocazione»; l'art. 2370, così come modificato dal d.lgs. 17 gennaio, recava *l'incipit*: «Possono intervenire all'assemblea gli azionisti cui spetta il diritto di voto»; con d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 è divenuto: «Possono intervenire all'assemblea coloro ai quali spetta il diritto di voto».

⁶⁹⁹ F. CARBONETTI, *op. ult. cit.*, 170; L. ARDIZZONE, *op. ult. cit.*, 133; V. SALAFIA, *op. ult. cit.*, 1417.

volontà assembleare prescinde dall'atteggiamento di coloro che non possono esprimere il proprio voto» e che le azioni proprie non possano essere computate in tali casi⁷⁰⁰.

Si produrrebbe così l'effetto di escluderle dal computo del *quorum* costitutivo previsto per l'assemblea ordinaria in seconda convocazione e per l'assemblea totalitaria, dovendosi la prima ritenere validamente costituita ai sensi dell'art. 2369 co. 3 c.c. «qualunque sia la parte di capitale rappresentata dai soci partecipanti»⁷⁰¹ e richiedendosi per la seconda la circostanza che sia «rappresentato l'intero capitale sociale»⁷⁰².

Questa interpretazione è stata addirittura ricondotta ad una precisa scelta legislativa: alcuni autori hanno rinvenuto nell'irrilevanza delle azioni proprie (ai fini della costituzione della predetta assemblea ordinaria in seconda convocazione e, dunque, della deliberazione) l'esigenza di assicurare il regolare funzionamento dell'organo assembleare⁷⁰³ e favorire l'assunzione delle deliberazioni che potrebbero altrimenti essere ostacolate dal disinteresse o dall'ostruzionismo di alcuni soci⁷⁰⁴.

⁷⁰⁰ Trib. Roma, 14 giugno 2005, in *Rivista del notariato*, 2006, 1590. Sul punto si veda C. UNGARI TRASATTI, *Rinvio dell'assemblea da parte della minoranza e controllo nel merito del presidente, azioni proprie e quorum deliberativi particolari, normativa transitoria e maggioranze agevolate*, in *Rivista del notariato*, 2006, 1598 ss.

⁷⁰¹ Va segnalato per chiarezza che la locuzione «dai soci partecipanti» è stata soppressa con d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 (art. 2 co. 4 lett. b)).

⁷⁰² Ai sensi dell'art. 2366 co. 4 c.c.; l'esclusione delle azioni proprie dal computo dell'assemblea totalitaria è stata rilevata da L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 135.

⁷⁰³ La comprensione delle azioni proprie nel *quorum* costitutivo renderebbe infatti più arduo il raggiungimento del *quorum* deliberativo, il quale richiede per l'assemblea ordinaria in seconda convocazione l'assenso della maggioranza assoluta delle azioni presenti. Il caso concreto presentato al Tribunale di Roma sopracitato agevolerà la comprensione fungendo da esemplificazione: la società per azioni in questione deteneva azioni proprie pari al 10% del capitale, un socio partecipava alla società nella misura del 47% c.a. mentre il restante 43% si trovava in mano ad altri soci di minoranza. Il computo (avallato dal Tribunale) delle azioni proprie nel *quorum* deliberativo dell'assemblea ordinaria in seconda convocazione ha avuto l'effetto di dichiarare respinta la proposta di distribuzione delle riserve che aveva ricevuto il voto favorevole del solo socio che deteneva il 47% del capitale: dal momento che tutti i soci avevano partecipato all'assemblea e le azioni proprie erano state considerate tra le quote di capitale intervenute, la proposta di distribuzione delle riserve non risultava approvabile, richiedendosi a tal fine il voto favorevole della "metà più una" delle azioni emesse.

⁷⁰⁴ L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 135; V. SALAFIA, *op. ult. cit.*, 1416; R. GRANATA, *op. cit.*, 229.

L'interpretazione c.d. *estensiva*⁷⁰⁵ sosteneva invece che le azioni proprie dovessero essere computate in tutte le maggioranze richieste per la validità di costituzione e deliberazione di qualsiasi assemblea, a prescindere dalla circostanza che la legge o lo statuto richiamassero una frazione del capitale sociale o una quota di quello rappresentato e intervenuto nell'assemblea⁷⁰⁶. A sostegno di questa tesi la giurisprudenza ha portato la considerazione che le azioni proprie non potrebbero essere escluse dalla comprensione nei *quorum* per la loro attitudine a rappresentare un valore autentico e suscettibile di monetizzazione del patrimonio sociale⁷⁰⁷. La computabilità delle azioni proprie nei *quorum* sarebbe poi questione distinta ed indipendente dalla circostanza che il diritto di voto ad esse connesso sia sospeso: se la prima scelta sarebbe giustificata dal valore che le azioni proprie assumono nel patrimonio sociale agli occhi del Legislatore, la sospensione del voto mirerebbe invece ad impedire che le azioni proprie costituiscano un mezzo di legittimazione per l'intervento degli amministratori nell'assemblea, che si verrebbero a trovare nella posizione di soci senza aver investito alcunché nella società⁷⁰⁸.

Accadeva così che alla medesima disposizione venissero attribuite due contrastanti interpretazioni, l'una (restrittiva) più fedele all'efficienza decisionale dell'assemblea

⁷⁰⁵ G. PARTESOTTI, *op. cit.*, 440; S. A. CERRATO, *Le azioni proprie tra diritto interno riformato e prospettive comunitarie*, in *Rivista delle società*, 2004, 386; *Trib. Roma*, 21 aprile 2004, in *Le società*, 2004, 1411.

⁷⁰⁶ Di tale distinzione però C. UNGARI TRASATTI, *Il computo delle azioni proprie nei quorum costitutivi e deliberativi*, in *Rivista del Notariato*, 2013, 171 non rileva il fondamento, sostenendo che anche il criterio della "maggioranza dei partecipanti" sia pur sempre una «maggioranza rapportata sul capitale: solo che il capitale rilevante qui è quello dei soci partecipanti (...) e non di tutti i soci».

⁷⁰⁷ Così *Trib. Roma*, 21 aprile 2004, in *Le società*, 2004, 1412, richiamando *Cass. civ.*, 3 settembre 1996, n. 8048, in *Le società*, 1997, 172: «Come ha osservato condivisibilmente la giurisprudenza di legittimità, la disciplina della relativa appostazione in bilancio (...) indica che "le azioni proprie in portafoglio, siccome rappresentano un valore che esiste nel patrimonio della società emittente ed è suscettibile di essere monetizzato, debbono essere iscritte in bilancio secondo i criteri di valutazione e, in genere, secondo le regole stabilite dalla legge per qualsiasi altro titolo azionario».

⁷⁰⁸ Così *Trib. Roma*, 21 aprile 2004, in *Le società*, 2004, 1412 e *Trib. Milano*, 9 luglio 2012, in *Giurisprudenza italiana*, 2013, 82: «Costituisce principio universalmente condiviso quello secondo il quale la ragione della regolamentazione e dell'esercizio del diritto di voto, per le azioni proprie, risiede nell'esigenza di evitare utilizzi abusivi del voto da parte degli amministratori, ed il raggiungimento, comunque, di posizioni di forza non altrimenti conseguibili».

(che non avrebbe mai potuto essere paralizzata da un acquisto spropositato di azioni proprie), l'altra (estensiva) più incline alla tutela della minoranza.

Con l'introduzione del d.lgs. 29 novembre 2010, n. 224 il riferimento al capitale è stato completamente eliminato, suggerendo la definitiva⁷⁰⁹ computabilità delle azioni proprie nei calcoli necessari a stabilire la legittimità delle costituzioni e delle deliberazioni assembleari:

- nelle le società chiuse, per espressa previsione dell'art. 2357-ter co. 2 penultimo periodo⁷¹⁰, le azioni proprie sono computate sia nei *quorum* costitutivi che in quelli deliberativi (nonostante per esse non possa esercitarsi il diritto di voto⁷¹¹);
- nelle società aperte, il richiamo operato (dall'ultimo periodo dell'art. 2357-ter co. 2⁷¹²) all'art. 2368 co. 3 c.c.⁷¹³ indica che le azioni proprie sono computabili solo ai fini del calcolo delle *maggioranze costitutive*: si applica in questo caso la regola per le azioni prive di diritto di voto (tra cui le azioni proprie) non concorrono alla formazione della maggioranza ai fini deliberativi⁷¹⁴.

⁷⁰⁹ Anche se sull'inadeguatezza dell'intervento legislativo si è espresso chiaramente V. SALAFIA, *Storia dell'art. 2357 ter, comma 2*, in *Le società*, 2013, 165 ss. («Non è stato utile o sufficiente cancellare dal testo la parola "capitale" per impedire il riferimento ad esso nell'introduzione delle azioni proprie nel calcolo delle maggioranze») e residue opinioni minoritarie riguardo l'interpretazione della regola del computo si registrano con *Trib. Roma*, 19 luglio 2012, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, II, 306 e F. CARBONETTI, *Azioni proprie e quorum assembleari*, in *Le società*, 2013, 2, 168.

⁷¹⁰ Art. 2357-ter co. 2 penultimo periodo c.c. recita: «Il diritto di voto è sospeso, ma le azioni proprie sono tuttavia computate ai fini del calcolo delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell'assemblea».

⁷¹¹ In tal caso la s.p.a. chiusa che sia azionista di sé stessa viene trattata alla stregua di un socio astenuto: così E. GINEVRA, *Azioni proprie, quorum assembleari e tipologia societaria*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, II, 321.

⁷¹² Art. 2357-ter co. 2 ultimo periodo c.c.: «Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio il computo delle azioni proprie è disciplinato dall'articolo 2368, terzo comma».

⁷¹³ Art. 2368 co. 3 c.c.: «Salvo diversa disposizione di legge le azioni per le quali non può essere esercitato il diritto di voto sono computate ai fini della regolare costituzione dell'assemblea. Le medesime azioni e quelle per le quali il diritto di voto non è stato esercitato a seguito della dichiarazione del socio di astenersi per conflitto di interessi non sono computate ai fini del calcolo della maggioranza e della quota di capitale richiesta per l'approvazione della deliberazione».

⁷¹⁴ La scelta di differenziare la disciplina del computo delle società aperte è del resto coerente, secondo E. GINEVRA, *op. cit.*, 326, con la generale tendenza del Legislatore di neutralizzare gli effetti dell'acquisto delle azioni proprie sul piano organizzativo e con la generale rilevanza che la legge attribuisce alle azioni *in circolazione* (e non solo *emesse*) per l'assunzione delle decisioni.

Si può dunque concludere che, secondo la dottrina maggioritaria, l'attuale disciplina prevede oggi per le azioni proprie una regola speciale ed autonoma rispetto alla disciplina generale sul computo delle azioni dettata dagli artt. 2368 e 2369 c.c.⁷¹⁵, che richiede l'applicazione di entrambe le interpretazioni giurisprudenziali e dottrinali che si erano avvicinate all'indomani del d.p.r. 30/1986⁷¹⁶: per le società chiuse va preferita l'interpretazione c.d. estensiva che garantisce la massima salvaguardia della tutela degli azionisti di minoranza; mentre per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio vanno computate le azioni proprie solo ai fini dei *quorum* deliberativi, che sono anche i soli che la legge indica richiamando una frazione del capitale sociale⁷¹⁷.

Questa scelta di differenziare i regimi di computo per le società che ricorrono al mercato del capitale di rischio è stata ricondotta ad una maggiore importanza attribuita (dal Legislatore) alle esigenze di funzionalità dell'assemblea⁷¹⁸, rispetto invece all'esigenza di tutelare le minoranze, maggiormente sentita per le società chiuse⁷¹⁹.

Nonostante la chiarezza della nuova disciplina⁷²⁰, va segnalata una recente pronuncia contraria⁷²¹, che anche nella vigenza del nuovo testo dell'art. 2357-ter co. 2 c.c. richiama la necessità di operare un discrimine tra le maggioranze che la legge (o lo statuto) ragguagliano al capitale sociale rispetto alle altre: ecco quindi che la decisione dei giudici romani in riferimento alla costituzione di un'assemblea ordinaria in seconda

⁷¹⁵ C. UNGARI TRASATTI, *op. ult. cit.*, 173: «La disposizione in esame di cui all'art. 2357-ter, secondo comma, costituisce norma speciale rispetto a quelle degli artt. 2368, 2369 e 2370». *Contra* V. SALAFIA, *op. ult. cit.*, 166 che ritiene che il funzionamento dell'assemblea (sia e) debba essere ancorato alle disposizioni degli artt. 2368 e 2369 c.c., rispetto ai quali l'art. 2357-ter co. 2 c.c. detta una disciplina incompatibile: una delle critiche che egli muove all'intervento del d.lgs. 224/2010 è proprio quella di non aver saputo (anche per difetto di delega) enucleare una disciplina chiara che imponesse il computo delle azioni proprie in tutti i *quorum*, fine dichiarato dal Legislatore nella relazione di accompagnamento al suddetto decreto.

⁷¹⁶ E. BONAVERA, *op. cit.*, 1286.

⁷¹⁷ Giacché gli artt. 2368 e 2369 c.c. prevedono come *quorum* deliberativi per le assemblee delle società aperte la maggioranza assoluta dei presenti (in sede ordinaria) e i due terzi dei presenti (in sede straordinaria).

⁷¹⁸ N. DE LUCA, *op. cit.*, 180.

⁷¹⁹ Così *Trib., Milano*, 28 aprile 2012, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, II, 305; N. DE LUCA, *op. cit.*, 179 ss.

⁷²⁰ La cui interpretazione è confermata da *Trib., Milano*, 28 aprile 2012, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, II, 305; *Trib. Milano*, 9 luglio 2012, in *Giurisprudenza italiana*, 2013, 1, 81; *Trib. Milano*, 27 aprile 2012, in *Le società*, 2012, 1278.

⁷²¹ *Trib. Roma*, 19 luglio 2012, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, II, 306 ss. con cui concorda F. CARBONETTI, *Azioni proprie e quorum assembleari*, in *Le società*, 2013, 2, 168.

convocazione, anche a seguito del d.lgs. 224/2010 impone di *non* computare le azioni proprie⁷²².

Oltre che ai fini del calcolo delle maggioranze assembleari, alcuni autori⁷²³ si sono espressi a favore del computo delle azioni proprie anche ad altri fini: per la determinazione della riserva legale, per il raggiungimento delle aliquote necessarie ad esercitare i diritti delle minoranze, limite di azioni privilegiate con voto limitato, azioni di risparmio, obbligazioni.

4.1.6 Natura della riserva azioni proprie

La natura della *riserva azioni proprie* è stata negli anni oggetto di un aspro dibattito dottrinale non ancora oggi completamente sopito.

La qualificazione della voce patrimoniale come riserva piuttosto che come posta rettificativa assume un'importanza centrale nella disciplina delle azioni proprie: il fatto che la posta patrimoniale richiamata dall'art. 2357-ter co. 3 c.c. abbia natura di vera e propria riserva, condurrebbe infatti a ritenere che le azioni proprie assumano un autentico valore per la società che le possiede e, conseguentemente, debbano essere

⁷²² Trib. Roma, 19 luglio 2012, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, II, 315: «Nell'assemblea ordinaria in seconda convocazione, quindi, il quorum costitutivo non è correlato a una determinata quantità del capitale sociale, ma a una quantità indeterminata, del tutto sufficiente qualunque ne sia la misura. Il legislatore ha così inteso facilitare il più possibile l'assunzione delle deliberazioni, onde evitare eventuali paralisi decisionali dell'organo deliberativo rispetto all'approvazione di atti essenziali per lo svolgimento dell'attività sociale»; questa interpretazione raccoglie peraltro il consenso di un'autorevole opinione dottrinale che ritiene che il computo delle azioni proprie solo per i *quorum* deliberativi ragguagliati al capitale sia l'unica possibile (per l'art. 2357-ter co.2 c.c. così come modificato nel 2010), risultando al contempo coerente con la logica del sistema e rispettosa dei limiti della delega e dei principi comunitari: F. CARBONETTI, *op. cit.*, 173. Si registra l'opinione contraria di C. UNGARI TRASATTI, *Il computo delle azioni proprie nei quorum costitutivi e deliberativi*, in *Rivista del Notariato*, 2013, 1, 166 ss. e di E. GINEVRA, *op. cit.*, 316 ss.

⁷²³ G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 2*, Torino, 1991, 441; F. CORSI, *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante)*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 267; F. FERRARA jr. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2011, 427; F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 139; M. BIONE, *op. cit.*, 374.

iscritte in bilancio seguendo i criteri di valutazione previsti per ogni altra partecipazione⁷²⁴.

Il primo riferimento normativo a questa posta patrimoniale si rinviene nella Seconda direttiva comunitaria che, pur lasciando agli Stati membri la decisione sull'opportunità di imporre l'iscrizione delle azioni proprie nel bilancio, disponeva che in caso affermativo la posta attiva *Azioni proprie in portafoglio* venisse bilanciata da un'apposita riserva al passivo (art. 22 paragrafo 1 lett. b)). Tuttavia già qualche autore italiano, ben prima dell'emanazione della direttiva aveva teorizzato la necessità di istituire una siffatta riserva di importo pari al valore delle azioni proprie⁷²⁵.

L'obbligo di iscrivere le azioni proprie in bilancio è stato enucleato nel 1942 dal neonato art. 2424 c.c., mentre la previsione di una riserva in contropartita alle azioni proprie è stata introdotta nell'ordinamento italiano nel 1986, mediante l'inserimento all'art. 2424 c.c. della voce n. 2-bis del passivo⁷²⁶.

Ad eccezione di chi la ritiene una posta di memoria⁷²⁷, anche gli autori che non ne condividono l'effettiva natura di *riserva* concordano sulla *ratio* di questa iscrizione: si ritiene che la direttiva imponga questo comportamento per impedire che si attui una restituzione dei conferimenti e che vengano investiti capitale e riserve indisponibili nell'acquisto delle azioni proprie, aumentando fittiziamente il patrimonio⁷²⁸.

⁷²⁴ L. DE ANGELIS, *Considerazioni sulla valutazione delle azioni proprie nel bilancio d'esercizio e sulla correlativa riserva*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, I, 55; C. SASSO, *Considerazioni sulla valutazione delle azioni proprie*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2005, 23; M. BIONE, *Sub. art. 2357-ter*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Nicolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, 379.

⁷²⁵ Così A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 303 ss.

⁷²⁶ Art. 17 d.p.r. 30/1986: «Nello stesso art. 2424 del codice civile dopo la voce numero 2) del passivo è inserita la seguente: "2 bis) la riserva corrispondente all'importo delle azioni proprie iscritte all'attivo"». La collocazione è stata poi successivamente confermata dall'art. 5 d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127 che riformando l'art. 2424 c.c. pone la riserva azioni proprie tra le voci di "A) Patrimonio netto", dopo la riserva legale e prima delle riserve statutarie.

⁷²⁷ R. NOBILI, *op. cit.*, 782 ss. sostiene che tanto il valore attribuito alla voce *azioni proprie* nell'attivo quanto l'importo della *riserva azioni proprie* (considerate fondo rettificativo) servano solo per memoria e che dunque «l'inclusione della "riserva azioni proprie" fra le poste di patrimonio netto non giova evidentemente alla chiarezza del bilancio».

⁷²⁸ M. CASTELLANO, *Riserve e organizzazione patrimoniale nelle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2000, 199: «La legge vuole impedire (...) che quel cespite[le azioni proprie] vai a determinare il netto necessario a coprire il capitale»; S. FORTUNATO, *Acquisto di azioni proprie: finanziamento e contabilizzazione*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttarò – A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 339, secondo cui la posta da apporre al passivo

Secondo alcuni⁷²⁹ essa non assurge al rango di riserva ma si atterrebbe piuttosto a posta correttiva dell'attivo: tale "riserva" rappresenterebbe infatti utili *impiegati* per l'acquisto delle azioni proprie e non assolverebbe alle funzioni che normalmente spettano alle riserve, ossia la copertura di perdite, la distribuzione ai soci o il finanziamento di aumenti di capitale⁷³⁰. Questa posta assumerebbe dunque la funzione di «mera informazione sull'evento acquisto e sull'entità del prezzo pagato»⁷³¹ e di rettificazione di una voce posta nell'attivo di bilancio e rappresentante un valore che non sarebbe a rigore «computabile nel patrimonio di bilancio della società»⁷³². Un

ha natura di mera «posta correttiva...in corrispondenza delle azioni proprie scritte in attivo»; G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *Riflessioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista del notariato*, 2009, III, 797; F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 141; M. BIONE *op. cit.*, 378; L. DE ANGELIS, *op. cit.*, 55.

⁷²⁹ O. CAGNASSO, *Le operazioni sulle proprie azioni*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di CAGNASSO – PANZANI, Bologna, 2010, 441; N. ATLANTE, *Casi pratici in tema di aumento gratuito del capitale nelle società per azioni non quotate*, in *Rivista del Notariato*, 2008, 3, 530; G. DE PETRA, *Azioni proprie e diritto di concambio nel d.lgs. 22/1991 e adeguamento alla III direttiva Cee in materia di fusioni societarie*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1992, I, 226; D. STEVANATO, *L'assegnazione ai soci di "azioni proprie": riflessi in tema di participation exemption*, in *Dialoghi di diritto tributario*, 2005, 216; G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *op. cit.*, 797; N. DE LUCA, *Riserve indisponibili, riserve indisponibili e incidenza delle perdite*, in *Rivista delle Società*, 2013, 478; N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012, 87 ss.; S. CAPOLUPO, *L'acquisto di azioni proprie: effetti dei differenti criteri di contabilizzazione*, in *Il fisco*, 2008, 1, 7148; M. BIONE, *op. cit.*, 379; G. E. COLOMBO, *Illiceità del bilancio per incompletezza informativa*, in *Le società*, 1997, 176; G. E. COLOMBO, *La "riserva" azioni proprie*, in AA.VV., *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, a cura di G. Castellano, Milano, 1986, 179; F. CORSI, *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante)*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 250; M. FAZZINI, *Bilancio, prospetto, relazioni: nuovi obblighi d'informazione*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 317, che propone l'alternativa denominazione di "Fondo contropartita azioni proprie".

⁷³⁰ N. DE LUCA, *op. ult. cit.*, 88; G. E. COLOMBO, *op. ult. cit.*, 173 ss. che aggiunge che l'impossibilità di imputare la posta a capitale e di distribuirla ai soci siano di per sé compatibili con le caratteristiche di una *riserva indisponibile*; secondo questo autore ciò che non convince non è tanto la ridotta possibilità di utilizzo della posta quanto più le ragioni alla base di tale limitazione, non riconducibili alla discrezione del Legislatore ma ad esigenze di tutela del capitale, che le attribuirebbero quantomeno una «indisponibilità speciale».

⁷³¹ M. BIONE, *op. cit.*, 379; G. E. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, in AA.VV., *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo - G. B. Portale, Torino, Utet, 1994, 312.

⁷³² G. E. COLOMBO, *Illiceità del bilancio per incompletezza informativa*, in *Le società*, 1997, 175. Anche S. CAPOLUPO, *op. cit.*, 7148 sostiene che le azioni proprie siano prive di valore e rientrino

supporto a questa tesi è stato inoltre rinvenuto nella scelta del Legislatore comunitario della Seconda direttiva di non rendere obbligatoria l'iscrizione delle azioni proprie nel bilancio: è stato sostenuto che se il Legislatore comunitario avesse rinvenuto nelle azioni proprie in portafoglio un valore effettivo per la società, non sarebbe stato indifferente alla loro iscrizione in bilancio; quest'indifferenza si porrebbe dunque in continuità con un'iscrizione delle azioni avente valore segnaletico e il cui valore dovrebbe essere controbilanciato da un fondo di rettifica al passivo⁷³³. Inoltre è stato osservato che l'esclusione di questa "riserva" dalle poste del patrimonio netto risponderebbe alla necessità (espressa sempre nella direttiva 77/91/CEE, all'art. 19 par. 1 lett. c)) che gli acquisti di azioni proprie non causino la diminuzione dell'attivo netto al di sotto dell'importo formato da capitale e riserve distribuibili⁷³⁴.

L'iscrizione della posta correttiva avrebbe dunque la funzione di correggere l'iscrizione del valore delle azioni proprie presente in attivo, come ogni altro fondo rettificativo.

Altri autori⁷³⁵ concordano invece con il dato letterale della norma e ritengono che la riserva azioni proprie costituisca una vera e propria *riserva indisponibile*. A sostegno della loro interpretazione essi portano in primo luogo il dato letterale che qualifica la posta come «riserva» e la colloca tra le poste del patrimonio netto⁷³⁶.

non tra i beni che *compongono* il patrimonio sociale ma tra i beni che lo *rappresentano*: esse non incrementano dunque il patrimonio netto e l'iscrizione di una vera e propria riserva in loro corrispondenza violerebbe il principio della verità.

⁷³³ Così R. NOBILI, *op. cit.*, 783 e G. E. COLOMBO, *op. ult. cit.*, 179: «Dell' effetto economico dell' acquisto di azioni proprie si era ben reso conto il legislatore comunitario nel redigere la II Direttiva. In primo luogo, l'art. 22 di tale direttiva stabiliva che "se tali azioni sono contabilizzate nell'attivo del bilancio, una riserva indisponibile dello stesso importo è iscritta al passivo": formula, questa, che chiaramente riconosceva l'equivalenza tra non iscrizione all'attivo ed iscrizione all'attivo con contemporanea iscrizione nel passivo della c. d. riserva indisponibile; equivalenza evidentemente incompatibile con l'attribuire alle azioni proprie un valore computabile in bilancio, ed alla c. d. riserva indisponibile la natura di componente del netto patrimoniale».

⁷³⁴ G. E. COLOMBO, *op. ult. cit.*, 179 ss.

⁷³⁵ M. S. AVI, *Le azioni proprie nel bilancio d'esercizio: aspetti valutativi, riclassificatori e contabili*, in *Le società*, 2004, 20; F. CARBONETTI, *op. cit.*, 142 ss.; L. DE ANGELIS, *op. cit.*, 60; M. CASTELLANO, *Riserve e organizzazione patrimoniale nelle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2000, 191 ss.; *Principio OIC n. 28* (aggiornato al 30 maggio 2005), 10. In giurisprudenza *Cass. civ.*, 3 settembre 1996, n. 8048, in *Giurisprudenza commerciale*, 1997, II, 249 ss.

⁷³⁶ Così gli articoli 2424 c.c. e 22 dir. 77/91/CEE e L. DE ANGELIS, *op. cit.*, 56. A favore della collocazione della riserva azioni proprie nel patrimonio netto si esprime anche P. FERRO-LUZZI,

Con riguardo all'obiezione circa l'inidoneità di tale posta ad assolvere alle funzioni "tradizionali" delle riserve, è stato autorevolmente affermato che tale caratteristica non può di per sé escludere la natura di riserva di una posta patrimoniale: l'impossibilità di utilizzare la riserva azioni proprie per la distribuzione ai soci o per aumenti di capitale conferma invece la sua caratteristica di *indisponibilità*⁷³⁷.

Non ha negato a questa posta la natura di riserva nemmeno chi riteneva che l'idoneità alla copertura di perdite costituisca la condizione minima⁷³⁸ per poter qualificare una posta come riserva⁷³⁹: è stato a tal proposito affermato che la funzione di copertura delle

L'antropofagia societaria; riflessioni sulla natura e sulle vicende delle azioni proprie in portafoglio, in *Rivista delle società*, 2001, 1288 ss. che rinviene nella suddetta posta un'affinità concettuale con la valenza organizzativa delle altre poste di patrimonio netto. *Contra* A. TOFFOLETTO, *Le azioni proprie e il bilancio d'esercizio*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1986, II, 518; G. E. COLOMBO, *op. ult. cit.*, 181: «Il semplice *nomen iuris* di "riserva", attribuito già nel 1986 con l'introduzione nel codice dell'art. 2357 ter, ultimo comma, non basta, perché sulla terminologia legislativa deve prevalere la disciplina desumibile dal sistema della legge; ma credo che nemmeno la collocazione della posta nella classe del "patrimonio netto" vincoli l'interprete, perché su tale collocazione (evidente frutto di scarsa coerenza del legislatore della IV Direttiva con quello della II Direttiva) deve prevalere la disciplina che si desume dal sistema»; ancora sull'erroneità del dettato comunitario della IV direttiva, G. E. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, in AA.VV., *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo - G. B. Portale, Torino, Utet, 1994, 313 ritiene che la configurazione della riserva come una posta di patrimonio netto sia frutto «di una clamorosa confusione di idee del legislatore comunitario, il quale nella IV direttiva pare aver accolto – no si sa quanto consapevolmente – una concezione opposta a quella che aveva espressamente e ripetutamente fatto propria nella II direttiva».

⁷³⁷ L. DE ANGELIS, *op. cit.*, 58 ss. cita allo scopo un'elencazione di riserve, ciascuna indisponibile sotto uno o più aspetti, della cui natura non si è mai dubitato (tra cui: la riserva legale, la riserva da rivalutazione monetaria e, nelle cooperative, le riserve da devolversi a scopi mutualistici), concludendo che: «Come esistono – o sono esistite – tutte queste riserve, in vario modo, indisponibili senza che nessuno abbia dubitato della loro natura, non si vede quali ostacoli possono frapporsi ad ammettere l'esistenza, come tale, della riserva per azioni proprie in portafoglio». Si trova concorde con questa linea interpretativa anche G. E. COLOMBO, *Illiceità del bilancio per incompletezza informativa*, in *Le società*, 1997, 180 che conviene: «Che esso [il fondo azioni proprie] non sia né distribuibile ai soci né utilizzabile per l'aumento gratuito di capitale è pacifico ed evidente: l'aggettivo "indisponibile" riassume proprio questa duplice disciplina».

⁷³⁸ Riassume efficacemente il concetto G. E. COLOMBO, *Relazione generale. Le poste del passivo e la disciplina del patrimonio netto*, in AA.VV., *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, a cura di G. Castellano, Milano, 1986, 13 ss.: «Se è vero, infatti, che netto significa supero dell'attivo sul passivo, È del tutto ovvio che le perdite, riducendo alle supero, intaccano il netto. Dal che è possibile trarre una conseguenza *per absurdum*: se una certa posta, qualificata come riserva e per tale ragione ritenuta appartenente al netto, non è soggetta a riduzione per effetto di perdite, ciò significa che essa non fa parte del netto ».

⁷³⁹ F. CARBONETTI, *op. cit.*, 149.

perdite della *riserva azioni proprie* risulta assoluta, anche se tramite un meccanismo più complesso, che richiede la preventiva alienazione o annullamento delle azioni proprie⁷⁴⁰.

Da un diverso punto di vista è stato anche affermato che non solo la riserva azioni proprie in portafoglio può coprire alcune perdite, ma che tale copertura è la *ragione* principale della sua istituzione⁷⁴¹: l'istituzione della riserva azioni proprie in portafoglio ha la funzione di rendere indisponibili poste patrimoniali (utili distribuibili e riserve disponibili) che prima erano genericamente disponibili per la copertura di perdite; in tal modo viene anticipato il c.d. *disaster case* (caso in cui la svalutazione delle azioni proprie, potenzialmente «fino all'azzeramento del valore di libro»⁷⁴², genererebbe delle perdite future) destinando alla copertura di perdite ancora incerte nell'*an* e nel *quantum* una posta patrimoniale che può perciò a pieno titolo definirsi *riserva*⁷⁴³.

A seguito dell'alienazione o dell'annullamento delle azioni proprie, la riserva relativa ritorna disponibile e priva di vincoli⁷⁴⁴.

L'istituzione di una riserva indisponibile è richiesta anche in caso di erogazione di assistenza finanziaria⁷⁴⁵ ed essa, a differenza della riserva azioni proprie, dev'essere

⁷⁴⁰ Ritieni infatti F. CARBONETTI, *op. cit.*, 149 ss. (nota n. 54) che qualora una società debba fronteggiare una perdita che eroda il capitale, essa debba prioritariamente rendere disponibile la riserva azioni proprie (procedendo all'alienazione o all'annullamento delle azioni proprie) e, solo qualora essa non sia in grado di assorbire completamente le perdite, procedere alla riduzione di capitale. *Contra* M. CASTELLANO, *op. cit.*, 194; G. E. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, in AA.VV., *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo - G. B. Portale, Torino, Utet, 1994, 315 (nota n. 246) che ritiene il ragionamento del Carbonetti «un sofisma».

⁷⁴¹ L. DE ANGELIS, *op. cit.*, 61 ss.

⁷⁴² L. DE ANGELIS, *op. cit.*, 62.

⁷⁴³ Questa interpretazione permette dunque di parlare, con riguardo alla riserva azioni proprie, di una disponibilità attenuata: essendo tale riserva sorta «già nell'intento di coprire" in prevenzione" una perdita non ancora verificatasi», essa «non può più essere utilizzata per coprire una seconda volta altre perdite ritratte dalla società che le ha emesse»: L. DE ANGELIS, *Elementi di diritto contabile*, Giuffrè, Milano, 2013, 28.

⁷⁴⁴ N. DE LUCA, *op. ult. cit.*, 88; L. DE ANGELIS, *Considerazioni sulla valutazione delle azioni proprie nel bilancio d'esercizio e sulla correlativa riserva*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, I, 63; F. CARBONETTI, *op. cit.*, 144.

⁷⁴⁵ Come disposto dall'art. 2358 co. 6 ult. periodo c.c. e precedentemente ipotizzato, nel silenzio del testo normativo previgente introdotto con d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30, da P. SANTOSUOSSO, *Le azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2004, 275.

istituita anche nei bilanci delle società che si avvalgono dei principi contabili internazionali⁷⁴⁶.

Non mancano anche a questo riguardo opinioni discordanti sulla sua natura: qualcuno⁷⁴⁷, nonostante i dubbi sulla natura di riserva della posta richiamata dall'art. 2357-ter co. 3 c.c., rinviene in questo caso una vera e propria *riserva* «corrispondente ad una parte di utili che, per la corrispondente parte dell'attivo, ha subito una trasformazione in crediti»; qualcun altro⁷⁴⁸ ne ha invece sostenuto la natura di posta rettificativa dell'attivo data la sua inutilizzabilità per la copertura di perdite.

Come la riserva istituita a seguito del possesso di azioni proprie, anche la riserva da assistenza finanziaria è destinata ad essere svalutata qualora il creditore non sia in grado di rimborsare il prestito ricevuto; ma a differenza della prima, la riserva *ex art.* 2358 co. 6 c.c. è destinata a ridursi *fisiologicamente* nell'importo man mano che il credito viene recuperato⁷⁴⁹.

4.2 Il divieto di assistenza finanziaria

L'art. 2358 c.c., rubricato come «Altre operazioni sulle proprie azioni» delinea la disciplina per le operazioni di c.d. *assistenza finanziaria*, intendendosi tutte quelle operazioni che hanno ad oggetto la concessione di prestiti o la prestazione di garanzie da parte di una società per azioni nei confronti di terzi che abbiano lo scopo di incentivare la sottoscrizione di azioni di nuova emissione o l'acquisto di azioni già emesse (siano esse in circolazione o detenute dalla società emittente come azioni proprie) da parte del terzo.

Originariamente queste operazioni erano vietate già dall'art. 144 del Codice di Commercio del 1882 che vietava agli amministratori di accordare prestiti sulle azioni; il divieto venne poi riportato nell'art. 2358 c.c. che vietava sia le anticipazioni sia i prestiti concessi a terzi per acquistare le azioni. In seguito all'emanazione della direttiva

⁷⁴⁶ I principi contabili nulla dispongono infatti in merito al trattamento contabile delle operazioni di *finacial assistance*.

⁷⁴⁷ N. DE LUCA, *Riserve indisponibili, riserve indisponibili e incidenza delle perdite*, in *Rivista delle Società*, 2013, 479.

⁷⁴⁸ G. STRAMPELLI, *Il limite quantitativo alla prestazione di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*, Torino, 2011, 163 ss.

⁷⁴⁹ Così G. STRAMPELLI, *op. cit.*, 161 e N. DE LUCA, *op. ult. cit.*, 479.

comunitaria 77/91/CEE, con il d.p.r. 30/1986 il divieto assoluto venne attenuato prevedendo una deroga per le operazioni finalizzate a favorire l'acquisto delle medesime da parte di dipendenti della società o di sue controllate o controllanti (art. 2358 co. 3)⁷⁵⁰, per le quali era in ogni caso stabilito il limite degli utili distribuibili e riserve disponibili.

Sulla *ratio* del divieto di assistenza finanziaria vigente fino al 2008 la dottrina non risultava unanime, proponendo giustificazioni della disciplina anche molto diverse tra loro: si riteneva che essa potesse impedire indebite manovre della società e degli amministratori sul mercato dei propri titoli⁷⁵¹ e sulla formazione della volontà assembleare⁷⁵²; che evitasse l'elusione dell'obbligo di eseguire i conferimenti o il divieto di restituirli ai soci⁷⁵³; che impedisse la distrazione di risorse utili per il perseguimento dell'interesse sociale⁷⁵⁴; che tutelasse l'integrità del capitale evitando l'annacquamento del capitale conseguente all'iscrizione di un conferimento reso possibile mediante l'utilizzo di risorse della stessa società⁷⁵⁵ ovvero impedendo alla società l'iscrizione di un credito di incerta realizzazione⁷⁵⁶; che impedisse alla società di modificare la rappresentazione del capitale investito in essa utilizzando mezzi propri⁷⁵⁷.

Un deciso mutamento nella considerazione di queste operazioni è avvenuto, sulla spinta del dettato comunitario, con l'introduzione del d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142, sulla base della considerazione che l'attuazione "controllata" di queste operazioni avrebbe realizzato il miglior interesse della società (favorendo il mutamento della compagine

⁷⁵⁰ Deroga ispirata a «ragioni di carattere sociale» come si evince dalla *Relazione al d.p.r. 30/1986*, in *Rivista delle società*, 1986, 286.

⁷⁵¹ V. SALAFIA, *Configurabilità degli elementi previsti nell'art. 2358*, in *Le Società*, 2003, 683; A02, 556.

⁷⁵² M. BIONE, *Sub. art. 2358*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Nicolini - A. Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, 386; V. SALAFIA, *op. cit.*, 683.

⁷⁵³ A. ALBANESE, *Azioni o quote proprie e divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.*, in *La responsabilità civile*, 2005, 556.

⁷⁵⁴ C. BOLOGNESI, *Commento agli artt. 2357 - 2358 c.c.*, in *Commentario breve al diritto delle società*, diretto da A. Maffei Alberti, Padova, 2007, 364.

⁷⁵⁵ V. SALAFIA, *op. cit.*, 683.

⁷⁵⁶ F. GALGANO, *Sub. artt. 2357 - 2358*, in *Commentario al codice civile*, diretto da P. Cendon, Utet, Torino, 1991, 968; C. BOLOGNESI, *op. cit.*, 364.

⁷⁵⁷ S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro - A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984, 439.

sociale) rispetto al divieto assoluto⁷⁵⁸; il nuovo testo disciplina dunque la possibilità per le società per azioni (e in accomandita per azioni) di accordare prestiti e fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie, pur nel rispetto di alcune condizioni⁷⁵⁹ che assicurino l'integrità del capitale sociale⁷⁶⁰ ed sottraggano l'operazione alla discrezionalità degli amministratori⁷⁶¹.

Le condizioni poste dall'art. 2358 c.c. sono le seguenti:

- l'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite ai sensi del presente articolo non può eccedere il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato (tenuto conto di eventuali azioni proprie già acquistate);
- redazione a cura degli amministratori di una relazione che illustri l'operazione⁷²³;
- preventiva autorizzazione dell'assemblea straordinaria⁷⁶²;
- iscrizione in bilancio di una riserva indisponibile pari all'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite.

L'assemblea indicata dalla norma è quella convocata in sede straordinaria: la ragione di questa scelta è stata giustificata richiamando l'affinità delle operazioni di assistenza finanziaria con altre operazioni straordinarie e di aumento di capitale⁷⁶³; secondo altri

⁷⁵⁸ V. SALAFIA, *L'art. 2358 c.c. dopo il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 124*, in *Le società*, 2014, 24; I. DEMURO, *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di proprie azioni*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, I, 244; S. CENNERAZZO, *Sui rapporti tra il divieto di accordare prestiti per la sottoscrizione di partecipazioni proprie e la rinuncia della società a proseguire un'azione giudiziale*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, 564.

⁷⁵⁹ Condizioni che presentano punti di contatto con i limiti imposti all'acquisto di azioni proprie di cui si è già detto: si veda *supra* paragrafi 4.1.1, 4.1.2, 4.1.3 e 4.1.6.

⁷⁶⁰ Evitando che le risorse destinate all'esercizio dell'attività individuata dall'oggetto sociale siano dissipate senza controllo in operazioni di assistenza finanziaria. S. CENNERAZZO, *op. cit.*, 562; I. DEMURO, *op. cit.*, 229; V. SALAFIA; *op. ult. cit.*, 24; P. CARRIERE, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Le Società*, 2010, 10; G. STRAMPELLI, *Il limite quantitativo alla prestazione di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*, Torino, 2011, 154.

⁷⁶¹ Che potrebbero abusarne per condizionare i mutamenti della compagine societaria, producendo l'impoverimento del capitale sociale: U. PIATTELLI, *Le recenti modifiche agli articoli 2357 e 2358 del codice civile: nuove opportunità per le operazioni di leveraged buy out?*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2009, 68; I. DEMURO, *op. cit.*, 330; V. SALAFIA; *op. ult. cit.*, 24; S. CENNERAZZO, *op. cit.*, 562.

⁷⁶² Condizione derogabile in caso di operazioni finalizzate a favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società emittente o di società controllate o controllanti.

⁷⁶³ La relazione al d.lgs. 142/2008 spiega la previsione con la coerenza rispetto ad altre disposizioni che richiamano l'art. 40 paragrafo 2 direttiva 77/91/CEE; concordi anche V.

l'autorizzazione rilasciata dall'assemblea straordinaria assicurerebbe un controllo da parte dei soci più severo⁷⁶⁴. In ogni caso si tratta di una competenza anomala dell'assemblea straordinaria, «che si aggiunge a quelle indicate nell'art. 2365 comma 1 c.c.»⁷⁶⁵.

Per il rispetto delle condizioni esposte, che risultano imposte a tutte le società per azioni, abbiano esse natura operativa o finanziaria⁷⁶⁶, sarà necessario fornire la prova (non sempre di agevole individuazione⁷⁶⁷) che qualifichi la concessione della garanzia o del prestito come operazione di *assistenza finanziaria*, dimostrandone la finalizzazione all'acquisto o alla sottoscrizione di azioni della società emittente.

Permane anche nel testo novellato un rigido divieto rivolto all'accettazione in garanzia di azioni proprie da parte della società emittente, per quanto esso non convinca del tutto⁷⁶⁸.

La circostanza che la disciplina delle altre operazioni sulle proprie azioni rimanga impostata come un divieto generale (contenuto nel primo comma dell'art. 2358 c.c.), pur potendo apparire come scelta singolare⁷⁶⁹ o paradossale⁷⁷⁰, è stata considerata indicativa dell'atipicità di questo tipo di operazioni rispetto all'ordinaria attività di un ente societario⁷⁷¹.

SALAFIA; *op. ult. cit.*, 24; I. DEMURO, *op. cit.*, 236; V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Le Società*, 2009, 575.

⁷⁶⁴ V. SALAFIA, *L'art. 2358 c.c. dopo il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 124*, in *Le società*, 2014, 24.

⁷⁶⁵ V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Le Società*, 2009, 575. Concordi anche I. DEMURO, *op. cit.*, 235; A. DENTAMARO, *Spunti di riflessioni sul divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Bari, 2011, 421.

⁷⁶⁶ Nonostante per le società finanziarie tali operazioni rientrino tra quelle di ordinaria gestione: V. SALAFIA, *op. ult. cit.*, 24.

⁷⁶⁷ A. DENTAMARO, *op. cit.*, 424.

⁷⁶⁸ A tal proposito la relazione ministeriale giustifica questa scelta nella supposta assenza di benefici dell'operazione sull'incentivazione al cambiamento della struttura proprietaria. Non ravvisano in questo mantenimento una giustificazione ragionevole R. ANNARATONE, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie. Altre operazioni sulle proprie azioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2009, 461 e CONFINDUSTRIA, *Schema di decreto legislativo per l'attuazione della Direttiva 2006/68/CE, che modifica la Direttiva 77/91/CE sulla costituzione delle società per azioni e sulla salvaguardia e modificazioni del loro capitale sociale. Osservazioni di Confindustria*, 30 maggio 2008, in www.confindustria.it, 10.

⁷⁶⁹ Così la definisce N. ABRIANI, *op. cit.*, 252.

⁷⁷⁰ Così la definisce A. COLAVOLPE, *op. cit.*, 230.

⁷⁷¹ A. DENTAMARO, *op. cit.*, 431.

4.2.1 La relazione degli amministratori

La relazione redatta dagli amministratori ha la funzione di garantire ai soci un'esauriente informazione per poter autorizzare in modo consapevole gli amministratori al compimento dell'operazione e poter coinvolgere i soci in un'operazione di carattere prettamente gestionale⁷⁷²; essa ripercorre e riassume gli esiti delle trattative intercorse tra gli amministratori della società e gli altri soggetti coinvolti nell'operazione (promissario acquirente o sottoscrittore delle azioni ed eventualmente promissario alienante delle azioni)⁷⁷³.

La relazione deve illustrare «sotto il profilo giuridico ed economico» l'operazione in tutti i suoi aspetti (condizioni, ragioni, obiettivi), descrivendo l'interesse specifico che anima la società: la scelta di impiegare parte del patrimonio netto nell'accensione di prestiti a terzi (in vista dell'acquisto o della sottoscrizione, da parte loro, di azioni della società finanziatrice) piuttosto che in un aumento di capitale gratuito potrebbe essere giustificata dall'interesse di allargare la propria compagine azionaria (magari in vista di una successiva quotazione in borsa)⁷⁷⁴; essa potrebbe anche utilizzare lo strumento della concessione di prestiti e garanzie per agevolare l'inclusione nella compagine societaria di soggetti "strategici"⁷⁷⁵. Oltre che facilitare l'entrata di nuovi soci, l'assistenza finanziaria potrebbe poi favorire l'uscita di alcuni di essi o l'alleggerimento della loro posizione di comando, permettendo la sopravvivenza dell'attività sociale anche a fronte delle istanze di disinvestimento della componente maggioritaria dell'assemblea, che verrebbe in tal modo più agevolmente sostituita⁷⁷⁶.

La relazione deve anche rendere conto del profilo di rischio connesso all'operazione: essa comporta infatti la formazione di un vincolo di indisponibilità sul patrimonio netto

⁷⁷² Sulla finalità dell'autorizzazione al coinvolgimento dei soci: M. S. SPOLIDORO, *Attuazione della dir. 2006/68/Ce su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, 75; I. DEMURO, *op. cit.*, 236; A. COLAVOLPE, *Azioni ed altri strumenti partecipativi*, Milano, 2010, 230; N. ABRIANI, *Il capitale sociale dopo la "nuova" seconda direttiva e d.lg. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. «semplificazione» della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2009, 253.

⁷⁷³ I. DEMURO, *op. cit.*, 233.

⁷⁷⁴ V. SALAFIA, *L'art. 2358 c.c. dopo il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 124*, in *Le società*, 2014, 25.

⁷⁷⁵ Che potrebbero essere protagonisti di futuri accordi e *partnership* commerciali con la società finanziatrice: V. SALAFIA; *op. ult. cit.*, 25.

⁷⁷⁶ V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Le Società*, 2009, 575 ss.

a fronte dell'accensione di un credito nell'attivo patrimoniale, il cui valore dipende necessariamente dal grado di affidabilità e solvibilità del beneficiario⁷⁷⁷. Un ulteriore profilo di rischio è legato anche al mutamento della liquidità del patrimonio della società finanziatrice, che assiste ad un aumento del grado di immobilizzazione delle poste dell'attivo⁷⁷⁸, che potrebbe impattare sul *rating* della società⁷⁷⁹.

La norma richiede che l'operazione avvenga a condizioni di mercato, con particolare attenzione alle garanzie prestate (che non potranno però mai essere costituite da azioni proprie) e al tasso di interesse praticato per il rimborso del finanziamento; tali condizioni, tra cui spicca l'indicazione del prezzo⁷⁸⁰, devono essere riportate nella relazione ed attestate dagli amministratori sulla base di «elementi obiettivi»⁷⁸¹.

La relazione deve essere depositata presso la sede sociale per trenta giorni⁷⁸² fino alla convocazione dell'assemblea straordinaria: intervenendo la convocazione assembleare solo in un momento successivo alla definizione dei termini dell'operazione⁷⁸³ non pare che sia riservato all'assemblea straordinaria il potere di modificare i termini dell'operazione così come riportati nella relazione, potendo essa solo esprimersi a favore o contro il rilascio dell'autorizzazione⁷⁸⁴. Qualora l'operazione di assistenza

⁷⁷⁷ V. SALAFIA, *L'art. 2358 c.c. dopo il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 124*, in *Le società*, 2014, 25; I. DEMURO, *op. cit.*, 234 suggerisce di affidare «prudenzialmente» la valutazione del merito di credito della controparte a un soggetto estraneo rispetto alla società, al fine di ottenere una valutazione il più oggettiva possibile.

⁷⁷⁸ F. TEDESCHINI – A. SACCO GINEVRI, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura e dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2009, I, 68; V. SALAFIA; *op. ult. cit.*, 25.

⁷⁷⁹ F. TEDESCHINI – A. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, 68.

⁷⁸⁰ Qualora oggetto dell'assistenza finanziaria siano azioni proprie, il prezzo delle azioni deve essere almeno pari al prezzo medio ponderato registrato sul mercato regolamentato nel semestre antecedente la convocazione assembleare; ovvero calcolato sulla base dei criteri di cui art. 2437-ter c.c. qualora le azioni non siano quotate su un mercato regolamentato.

⁷⁸¹ V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Le Società*, 2009, 576. Critico verso il richiamo a “condizioni di mercato” N. ABRIANI, *op. cit.*, 252 che rinviene proprio nell'opportunità di ottenere condizioni più favorevoli di quelle di mercato la ragione del ricorso allo strumento dell'assistenza finanziaria.

⁷⁸² Si rimanda a I. DEMURO, *op. cit.*, 69 (nota n. 40) per le osservazioni circa la derogabilità di questo termine, che, se posto nell'interesse dei soci, potrebbe essere ridotto in presenza di un loro consenso unanime.

⁷⁸³ F. TEDESCHINI – A. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, 69.

⁷⁸⁴ Così N. ABRIANI, *op. cit.*, 253; N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012, 52; A. DENTAMARO, *op. cit.*, 423; V. SALAFIA, *L'art. 2358 c.c. dopo il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 124*, in *Le società*, 2014, 25; I. DEMURO, *op. cit.*, 235.

finanziaria abbia ad oggetto azioni proprie l'assemblea straordinaria è inoltre chiamata ad autorizzare *specificamente*⁷⁸⁵ gli amministratori all'alienazione delle azioni.

4.2.2 I beneficiari dell'assistenza finanziaria

Il novellato testo dell'art. 2358 c.c. non individua specificamente categorie di possibili beneficiari dell'assistenza finanziaria, di modo che pare legittimo ritenere che possano esserne destinatari, indifferentemente, la società controllante⁷⁸⁶, amministratori e dipendenti (della società finanziatrice o della sua controllante⁷⁴²), soci (della società finanziatrice) e terzi⁷⁸⁷.

E' stato preso poi in esame il caso in cui una società ponga in essere un'operazione di assistenza finanziaria finalizzata non allo scopo di incentivare l'acquisto o la sottoscrizione di azioni dalla *stessa* emesse, ma allo scopo di favorire l'acquisto o la sottoscrizione (da parte di generici *terzi*) di azioni emesse da una *società diversa*, in punto una sua controllata o controllante⁷⁸⁸: quest'operazione potrebbe essere animata dai medesimi interessi che si potrebbero rilevare in capo alla singola società (di rinnovamento della compagine sociale, di incentivazione al suo allargamento) con l'accorgimento che in tal caso l'interesse sarebbe riferibile all'intero gruppo economico. E' stato osservato che qualora si negasse un'interpretazione estensiva dell'art. 2358 c.c. nel senso qui illustrato verrebbe offerto un diverso grado di tutela (richiedendosi per la società la presenza della relazione, il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili, l'iscrizione di una riserva indisponibile, l'autorizzazione assembleare ma

⁷⁸⁵I. DEMURO, *op. cit.*, 237, essendo l'operazione di alienazione «necessariamente distinta rispetto all'assistenza finanziaria con cui si concede un prestito o una garanzia per l'acquisto di tali azioni che dovranno, a loro volta, essere alienate dalla società». *Contra* F. TEDESCHINI – A. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, 70 che ritiene invece sufficiente la generica autorizzazione assembleare all'intera operazione, comprensiva anche (se del caso) dell'autorizzazione all'alienazione delle azioni.

⁷⁸⁶ Nel caso in cui beneficiari dell'operazione siano gli amministratori della società erogatrice, la società controllante o soggetti ad essa legati o che operano in nome proprio e per conto dei predetti soggetti, il comma quinto prevede che venga esplicitata nella relazione l'osservazione che l'operazione «realizza al meglio l'interesse della società».

⁷⁸⁷ A favore di un'applicazione estensiva dei soggetti beneficiari: F. TEDESCHINI – A. SACCO GINEVRI, *op. cit.*, 68; A. ALBANESE, *Operazioni sulle azioni proprie (e leveraged buy out) nel nuovo diritto societario*, in *Contratto e impresa*, 2007, 370 (nota n. 36). Dubbiosa la posizione di A. DENTAMARO, *op. cit.*, 426 ss.

⁷⁸⁸ Prende in considerazione questo aspetto V. SALAFIA; *op. ult. cit.*, 24 ss.

niente di tutto ciò per il gruppo) a fronte dell'esigenza di tutela del medesimo interesse (l'interesse a che il capitale dell'impresa sia investito nello svolgimento di attività corrispondenti all'oggetto sociale piuttosto che in attività dirette a catalizzare l'investimento esterno)⁷⁸⁹. A favore di un'interpretazione estensiva dell'art. 2358 c.c. depone dunque l'esigenza di tutelare il medesimo interesse, anche qualora il beneficiario ultimo dell'operazione non sia la società che offre il prestito o la garanzia ma un'entità facente parte del medesimo soggetto economico.

⁷⁸⁹ V. SALAFIA; *op. ult. cit.*, 26 ss.

5. Il trattamento contabile delle azioni proprie

L'iscrizione esplicita (prevista dal Codice Civile italiano) o l'indicazione implicita (suggerita dai principi contabili internazionali) dell'esistenza di azioni proprie in portafoglio e delle vicende traslative ad esse correlate sono oggi giudicate pacifiche e unanimemente condivise; ciononostante la scelta delle modalità di rappresentazione di questa posta risulta meritevole di approfondimento, al fine di stimolare la riflessione sul ruolo che esse rivestono nel patrimonio societario, dal momento che, in ossequio al principio della correttezza⁷⁹⁰ e della *true and fair view*⁷⁹¹ postulata dallo IAS 1, la rappresentazione di una posta contabile non può prescindere dalla sostanza economica del fenomeno che l'ha prodotta.

5.1 Il significato dell'iscrizione delle azioni proprie in bilancio

L'intera disciplina delle azioni proprie ed in particolare il suo profilo contabile destano spesso negli interpreti opinioni apertamente contrastanti. La ragione di queste posizioni inconciliabili è certamente rinvenibile nella duplice natura che la detenzione di azioni proprie costituisce per la società che le ha emesse⁷⁹²:

- l'operazione può essere letta come un investimento, che richiede l'esborso di mezzi monetari in cambio dell'acquisto di un pacchetto di titoli nel portafoglio sociale; in quest'ottica le azioni proprie dovrebbero condividere con gli altri titoli e le partecipazioni l'iscrizione nell'attivo di bilancio, la classificazione e i criteri di valutazione;

⁷⁹⁰ La clausola generale del principio di rappresentazione veritiera e corretta (art. 2423 c.c.), da considerarsi sovraordinato rispetto agli altri in virtù dell'obbligo di deroga prevista dall'art. 2423 co. 4 c.c., richiede al contempo una «veritiera valutazione dei dati "oggettivi"» e un «corretto processo valutativo». Così E. SANTESSO – U. SOSTERO, *Il bilancio. Principi generali, struttura e regole di valutazione*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2008, 8 ss. Parimenti dispone IAS 1, *International Accounting Standard* (aggiornato al 31 dicembre 2013), paragrafo 15: «Financial statements shall present fairly the financial position, financial performance and cash flows of an entity. Fair presentation requires the faithful representation of the effects of transactions, other events and conditions in accordance with the definitions and recognition criteria for assets, liabilities, income and expenses set out in the Framework.4 (...)».

⁷⁹¹ Definita «pietra angolare» dell'intero paradigma dei principi contabili internazionali, da M. LACCHINI – R. TREQUARTINI, *I principi di redazione del bilancio di esercizio nel paradigma IAS/IFRS*, Cedam, Padova, 2007, 39.

⁷⁹² V. ANTONELLI, *Le azioni proprie: profili contabili*, in *Contabilità Finanza e controllo*, 2013, 4, 5 ss.

- l'operazione potrebbe essere interpretata come una riduzione reale (giacché il capitale sociale nominale resta invariato) di mezzi propri, attuata con l'imposizione di un vincolo di indisponibilità su una quota del patrimonio; in tal caso il bilancio dovrebbe dar conto della riduzione del capitale reale imputando le azioni proprie in detrazione del patrimonio netto;
- secondo una terza via⁷⁹³, l'acquisto produrrebbe l'uscita di un «bene attuale» (il denaro) in corrispondenza dell'entrata di titoli privi di un loro autonomo valore: in questa prospettiva la società assisterebbe ad un impoverimento del proprio patrimonio, limitandosi i suddetti titoli a rappresentare una quota del patrimonio della società medesima; in tal caso le azioni proprie potrebbero essere esposte nell'attivo patrimoniale (e controbilanciate al passivo da un fondo rettificativo) con la sola funzione di mantenere memoria dell'avvenuto acquisto e non dovrebbero subire svalutazioni di sorta⁷⁹⁴.

La risoluzione del problema dell'iscrizione delle azioni proprie è dunque strettamente legato alla risposta che viene data al seguente quesito: è rinvenibile nelle azioni proprie un autonomo valore, distinto da quello del restante patrimonio sociale?

La prima delle interpretazioni suesposte fornisce a tale quesito risposta affermativa, mentre le altre due risposta negativa.

Alla luce dell'astratta ammissibilità di entrambe le posizioni (che valorizzano, alternativamente, l'operazione come *investimento* piuttosto che come *riduzione di capitale*), non si dovrebbe negare a priori alle azioni proprie l'esistenza di un autonomo valore nel bilancio d'esercizio⁷⁹⁵, ben potendo invece costituire oggetto di discussione il *ruolo* che esse svolgano rispetto alla formazione del reddito⁷⁹⁶.

⁷⁹³ G. E. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, in AA.VV., *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo - G. B. Portale, Torino, Utet, 1994, 310 ss.

⁷⁹⁴ Così E. SANTESSO – U. SOSTERO, *op. cit.*, 175 ss.; G. E. COLOMBO, *op. ult. cit.*, 312.

⁷⁹⁵ Risultando abbastanza pacifico invece il ruolo che esse rivestono nel bilancio di liquidazione: in fase di liquidazione esse sono necessariamente degradate a «pezzi di carta». Così P. SANTOSUOSSO, *Le azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2004, 108 e F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 147 ss.: «In un bilancio di liquidazione, certamente, le azioni proprie non hanno alcun valore, dato che non potrebbero essere realizzate autonomamente dai restanti beni che fanno parte dell'attivo; anche se in tale sede la loro esistenza è tutt'altro che irrilevante, dato che ne risulta incrementata la quota di riparto spettante alle altre azioni, le quali il sole concorrono alla distribuzione del residuo netto di liquidazione».

⁷⁹⁶ P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 110.

5.2 Il dettato civilistico ed principi contabili nazionali

L'iscrizione in bilancio delle azioni proprie fu imposta per la prima volta dal Codice Civile del 1942 che le comprendeva nell'elencazione di cui art. 2424 c.c.⁷⁹⁷. La mancanza di un'indicazione legislativa precisa circa i criteri della loro rappresentazione⁷⁹⁸ ha dato luogo a numerose e diverse interpretazioni; in alcuni casi gli interpreti erano giunti a sostenere (sulla base di diversi orientamenti giurisprudenziali, fiscali e teorici) soluzioni che variavano a seconda della motivazione economica alla base dell'acquisto⁷⁹⁹. Conferma la stessa Corte di Cassazione che fino all'entrata in vigore del d.lgs. 9 aprile 1991, n. 27 erano ammessi tutti i (possibili) criteri che fossero frutto del prudente apprezzamento degli amministratori⁸⁰⁰.

⁷⁹⁷ Art. 2424 c.c. - Contenuto del bilancio: «Salve le disposizioni delle leggi speciali per le società che esercitano particolari attività, il bilancio deve indicare distintamente nel loro importo complessivo:

nell'attivo: (...)

10) le partecipazioni, indicando distintamente le azioni proprie acquistate a norma dell'art. 2357 (...).

⁷⁹⁸ La valutazione delle azioni (comprese quelle proprie) era disciplinata dall'art. 2425 co. 1 n. 4 c.c. che a tal proposito prevedeva: «Il valore delle azioni e dei titoli a reddito fisso deve essere determinato dagli amministratori, secondo il loro prudente apprezzamento, tenendo presente, per i titoli quotati in borsa, l'andamento delle quotazioni. I criteri seguiti in tale determinazione devono essere comunicati al collegio sindacale, che deve tenerne conto nella relazione all'assemblea».

⁷⁹⁹ R. VIGANO', *La contabilizzazione delle azioni proprie nell'esperienza americana*, in *Scritti di economia aziendale in memoria di Raffaele d'Orlando*, t.2, Cedam, Padova, 1997, 1400. A tal proposito M. ZITO, *op. cit.*, 51 ss. richiama fra i criteri proposti dalla dottrina: il criterio del costo, il valore del patrimonio netto e il valore di mercato. Anche in giurisprudenza si trovano riferimenti al rapporto tra il ruolo strategico che le azioni proprie rivestono per la specifica società e il metodo di valutazione più appropriato: così *App. Milano, 5 novembre 1993*, in *Le società*, 1994, 230 e P. BALZARINI, *Valutazione in bilancio delle azioni proprie in portafoglio*, in *Le Società*, 1994, 237 ss. che sostiene l'impossibilità di svalutare le azioni proprie sulla base dell'andamento del prezzo di mercato quando esse siano destinate a permanere a lungo nel patrimonio della società. Propone una diversa valutazione delle azioni in base alla presumibile permanenza del patrimonio della società anche P. BONAZZA, *Relazioni delle 'azioni proprie' in portafoglio con il bilancio di esercizio e con le valutazioni del capitale economico e di pacchetti azionari*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2001, 4, 520 ss.

⁸⁰⁰ *Cass. civ., 3 settembre 1996, n. 8048*, in *Le società*, 1997, 175. Risultava in ogni caso dalla giurisprudenza una preferenza per il criterio del costo, come di evince da: *Trib. Milano, 14 luglio*

Anche dopo l'introduzione, a cura del d.lgs. 9 aprile 1991, n. 27, di precisi criteri di valutazione per le attività immobilizzate e circolanti iscritte nel bilancio (i medesimi criteri illustrati nel vigente testo dell'art. 2426 c.c.), permanevano i dubbi circa il significato dell'iscrizione delle azioni proprie (e della relativa riserva) in bilancio e circa le modalità della loro valutazione⁸⁰¹.

Nel 1996 una pronuncia Suprema Corte⁸⁰² e il principio contabile n. 20 «Titoli e partecipazioni», emanato il 26 settembre a cura del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e del Consiglio Nazionale dei Ragionieri, si sono espressi a favore di una valutazione della azioni proprie in bilancio conforme ai criteri di valutazione stabiliti per qualsiasi titolo azionario; nonostante l'autorevolezza e l'apparente definitività di queste due pronunce, esse non sono state sufficienti a dissipare le opinioni contrarie, che permangono ancora oggi nell'impostazione di una corrente minoritaria della dottrina⁸⁰³.

1983, in *Giurisprudenza commerciale*, 1986, II, 495; *Trib. Vicenza*, 19 ottobre 1984, in *Giurisprudenza commerciale*, 1986, II, 495.

⁸⁰¹ Come testimonia il clima di incertezza descritto da R. VIGANO', *op. cit.*, 1400 ss. e da M. ZITO, *op. cit.*, 54 che cita «mancanza di una specifica posizione del legislatore sul criterio di valutazione da adottare per le azioni proprie».

⁸⁰² *Cass. civ.*, 3 settembre 1996, n. 8048, in *Le società*, 1997, 175: «Le azioni proprie in portafoglio, siccome rappresentano un valore che esiste nel patrimonio della società emittente ed è suscettibile di essere monetizzato, debbono essere iscritte in bilancio secondo i criteri di valutazione ed, in genere, secondo le regole stabilite dalla legge per qualsiasi altro titolo azionario».

⁸⁰³ Si registra a tal proposito la (relativamente) recente opinione di R. NOBILI, *Appunti in tema di azioni proprie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*, Giappichelli, 2011, 133: «In quest'ottica le norme dell'art. 2424 c.c., che stabiliscono il contenuto dello stato patrimoniale, potrebbero venir interpretate e applicate in modo diverso da quello oggi comunemente adottato: la società potrebbe decidere, caso per caso, se alle azioni proprie possa essere attribuito un autonomo valore. In caso negativo, nessun valore verrebbe iscritto alle relative voci dell'attivo di bilancio, e di conseguenza anche la "riserva azioni proprie" figurerebbe tra le voci del patrimonio "a valore zero"; in caso affermativo la società dovrebbe decidere quale valore attribuire alle azioni». Prudenzialmente critico verso questa posizione è P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 139 ss. che, pur riconoscendo da un lato che «il valore attribuito alle azioni proprie dovrebbe godere, in linea di principio, di un'attendibilità maggiore rispetto al valore che la società attribuisce per le azioni di terze società», «il rischio dell'(auto)valutazione delle azioni proprie è evidente ove si consideri che un'eventuale svalutazione si tradurrebbe in una sorta di "autocertificazione" tesa a dimostrare ufficialmente che le azioni della società hanno un valore - di scambio o d'uso - minore di quello che avevano nel momento in cui furono acquistate».

5.2.1 I titoli e le partecipazioni nello stato patrimoniale civilistico

Lo stato patrimoniale così come previsto dalla norma civilistica prevede una classificazione delle poste che si ispira ad un criterio ibrido di tipo *funzional-finanziario*⁸⁰⁴, che prevede l'allocazione delle voci in base alla loro destinazione.

Le azioni proprie rientrano tra le *partecipazioni*, termine che nel Codice Civile assume il significato di "quote rappresentative del capitale di un'altra impresa", indipendentemente dall'orizzonte temporale della loro detenzione⁸⁰⁵.

La voce *Titoli e partecipazioni* può essere classificata alternativamente ex art. 2424-bis co. 1 c.c. tra le immobilizzazioni o nell'attivo circolante, a seconda che i relativi elementi patrimoniali siano destinati a perdurare nel patrimonio della società o meno⁸⁰⁶: questo è quanto è desumibile dalla definizione di immobilizzazione finanziaria⁸⁰⁷, dalla quale è ricavabile *a contrariis* la definizione di titoli appartenenti all'attivo circolante.

Ciò che conta ai fini della qualificazione di una partecipazione come attività circolante (o come immobilizzazione) è la decisione dell'impresa di riservarsi (o meno) la facoltà di cogliere future opportunità di mercato smobilizzando la partecipazione, per fronteggiare esigenze aziendali diverse⁸⁰⁸; questa decisione, peraltro, può anche riguardare solo una parte della partecipazione e determinare l'iscrizione della medesima sia tra le attività circolanti che tra le immobilizzazioni.

⁸⁰⁴ M. S. AVI, *Le azioni proprie nel bilancio d'esercizio: aspetti valutativi, riclassificatori e contabili*, in *Le società*, 2004, 23.

⁸⁰⁵ Segnalano infatti E. SANTESSO – U. SOSTERO, *op. cit.*, 156 che il termine «partecipazione» così come concepito dalla IV Direttiva Cee, ricomprendeva solo i diritti al capitale id altre imprese che ponessero in essere tra le due entità un «legame durevole» (art. 17) che escludeva dunque la ricomprensione degli acquisti di azioni a sfondo speculativo.

⁸⁰⁶ A poco (o nulla) rileva infatti la precisazione di cui al secondo comma, secondo cui le partecipazioni in imprese collegate e controllate dovrebbero sempre essere classificate tra le immobilizzazioni: la previsione nello schema di stato patrimoniale proposto dall'art. 2424 c.c. prevede infatti nell'attivo circolante la voce C) Attivo circolante - III Immobilizzazioni finanziarie - 1) *partecipazioni in imprese controllate* e 2) – *partecipazioni in imprese collegate*. Tale previsione viene considerata da E. SANTESSO – U. SOSTERO, *op. cit.*, 157 come non apposta, mentre il *Principio OIC n. 20* (aggiornato al 16 settembre 2005), 4 e C. BOLOGNESI, *Commento agli artt. 2357 – 2358 c.c.*, in *Commentario breve al diritto delle società*, diretto da A. Maffei Alberti, Padova, 2007, 231 la considerano una presunzione legale relativa, superabile qualora si dimostri che le partecipazioni sono destinate all'alienazione.

⁸⁰⁷ Le immobilizzazioni finanziarie sono i titoli o le partecipazioni che l'organo amministrativo della società individua come investimento durevole: *Principio OIC n. 20* (aggiornato al 16 settembre 2005), 4.

⁸⁰⁸ *Principio OIC n. 20* (aggiornato al 16 settembre 2005), 3.

Ciò che conta ai fini della classificazione di titoli e partecipazioni non è dunque l'ampiezza dell'orizzonte temporale che separa il momento della redazione del bilancio dal momento di uscita dell'attività dal patrimonio⁸⁰⁹, quanto più la destinazione che l'impresa imprime alla partecipazione, l'utilizzo che si propone di farne con ragionevole certezza.

La classificazione di una posta come attività circolante o immobilizzata produce effetti sulla sua valutazione in bilancio, dal momento che l'art. 2426 c.c. prevede nei due casi criteri di valutazione differenziati.

In entrambi i casi le partecipazioni vengono poi distinte «a seconda dell'intensità del legame partecipativo» in partecipazioni di imprese controllate, collegate o altre⁸¹⁰.

5.2.2 Le azioni proprie nello stato patrimoniale civilistico

Allo stesso modo, per identificare la voce più appropriata in cui annoverare le azioni proprie detenute in portafoglio, è necessario interrogarsi se esse siano destinate a essere utilizzate durevolmente o se siano destinate ad essere cedute: nel primo caso esse vanno iscritte alla voce n. 4) del gruppo B-III-*Immobilizzazioni finanziarie*, nel secondo vanno iscritte alla voce n. 5) del gruppo C-III-*Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni*. In entrambi i casi l'art. 2424 c.c. richiede che siano indicati sia il valore di carico in bilancio sia il valore nominale⁸¹¹.

Va però osservato quanto segue: mentre la valutazione dei cespiti patrimoniali assume la funzione di quantificare il reddito d'esercizio e determinare dunque la quota

⁸⁰⁹ Dal momento che nulla osterebbe all'alienazione di una partecipazione immobilizzata avvenuta prima dell'alienazione di un'altra partecipazione classificata come *circolante*, se ed in quanto il primo accadimento traslativo ha natura di straordinarietà: conferma ne è la classificazione nel gruppo E) Proventi e oneri straordinari del provento o onere conseguente al realizzo di partecipazioni o titoli classificati come immobilizzazioni (che deriva da un cambio di destinazione economica del bene). Così E. SANTESSO – U. SOSTERO, *Il bilancio. Principi generali, struttura e regole di valutazione*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2008, 158 e *Principio OIC n. 21 - bozza di consultazione (aggiornata al 6 dicembre 2012)*, paragrafo 14.

⁸¹⁰ *Principio OIC n. 20* (aggiornato al 16 settembre 2005), 2.

⁸¹¹ Scelta che permette al lettore del bilancio di comprendere appieno il ruolo che le azioni proprie rivestono nell'organizzazione sociale: solo il loro valore nominale (rapportato al valore nominale del capitale sociale) informa sull'impatto che l'acquisto ha prodotto sul peso decisionale assunto dalle azioni rimaste in circolazione (per effetto del loro computo nei *quorum* assembleari) e parimenti sul valore delle azioni in circolazione; il valore contabile (pari al costo di acquisto, eventualmente svalutato) delle azioni proprie informa piuttosto sull'ammontare delle risorse che la società ha investito nell'acquisto.

astrattamente distribuibile ai soci, la necessità della valutazione per le azioni proprie (sempreché, come vedremo, essa non sia radicalmente negata *ab origine*) non può mai corrispondere a questa finalità, essendo a d'uopo stata imposta l'indisponibilità di un pari ammontare di utili e riserve in precedenza disponibili⁸¹².

I criteri di valutazione enunciati dall'art. 2426 c.c.⁸¹³ si applicano a tutte le società, incluse quelle finanziarie⁸¹⁴, e prevedono per le attività immobilizzate e circolanti il medesimo criterio del costo, pur con diversi adattamenti⁸¹⁵:

- per le azioni proprie classificate come immobilizzazioni, l'iscrizione di un valore pari al costo di acquisto⁸¹⁶, suscettibile di svalutazione solo in presenza di una perdita di valore durevole;

⁸¹² P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 120. Secondo una diversa prospettiva (e nella vigenza delle precedenti disposizioni codicistiche in materia contabile) la valutazione delle azioni proprie a parere di F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 143 doveva rispondere al principio generale secondo cui «attività diversa dal contante debba essere oggetto dell'apprezzamento degli amministratori ai fini della sua valorizzazione del bilancio».

⁸¹³ Art. 2426 c.c. - Criteri di valutazioni: «Nelle valutazioni devono essere osservati i seguenti criteri:

1) le immobilizzazioni sono iscritte al costo di acquisto o di produzione (...);

3) l'immobilizzazione che, alla data della chiusura dell'esercizio, risulti durevolmente di valore inferiore a quello determinato secondo i numeri 1) e 2) deve essere iscritta a tale minore valore; questo non può essere mantenuto nei successivi bilanci se sono venuti meno i motivi della rettifica effettuata (...);

9) le rimanenze, i titoli e le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni sono iscritti al costo di acquisto o di produzione, calcolato secondo il numero 1), ovvero al valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato, se minore; (...).

⁸¹⁴ Segnala però L. ROSSI, *Le operazioni di acquisto di azioni e di obbligazioni proprie alla luce delle novità introdotte dalla legge finanziaria 2008*, in *Bollettino tributario*, 2008, 797 che per le società che redigono il bilancio ai sensi del d.lgs. 27 gennaio 1992, n. 87 è prevista una deroga rispetto all'ordinario metodo di valutazione per le partecipazioni non immobilizzate.

Art. 20, d.lgs. 87/1992 - Attività che non costituiscono immobilizzazioni: «I titoli che non costituiscono immobilizzazioni finanziarie e che sono quotati in mercati organizzati sono valutati secondo uno dei due seguenti criteri:

a) al minor valore tra il costo di acquisto e il valore di mercato;

b) al valore di mercato; l'importo delle rivalutazioni è indicato nella nota integrativa (...).

⁸¹⁵ Non viene concesso dal Legislatore di applicare alla valutazione delle azioni proprie il metodo del patrimonio netto, che resta confinato alle sole partecipazioni in imprese collegate e controllate. Osserva però P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 141 (nota n. 34): «Il metodo del patrimonio netto, pur essendo meno significativo del criterio del costo, presenterebbe comunque il vantaggio di sottrarre la discrezionalità agli amministratori nella valutazione delle azioni proprie».

- per le azioni proprie classificate come attività circolanti, l'iscrizione di un valore pari al costo di acquisto o, se minore, del valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato.

Il costo di acquisto coincide, in caso di cessione a titolo oneroso, con il prezzo di scambio pattuito dalle parti o risultante dalle negoziazioni di borsa; in caso di acquisto di diversi pacchetti azionari, la valorizzazione al costo complessiva può essere effettuata individuando specificamente il costo delle singole azioni o ricorrendo ai metodi sintetici proposti dal n. 10 co. 1 art. 2426 c.c. (costo medio ponderato, l.i.f.o. o f.i.f.o.).

Ai sensi dell'art. 2426 c.c. co. 1 n. 1⁸¹⁷ il costo di acquisto deve essere considerato comprensivo dei costi c.d. accessori e al netto di eventuali sconti commerciali; tra i costi accessori si annoverano: i costi di intermediazione bancaria e finanziaria, costi di consulenza corrisposti ai professionisti che assistono l'acquisto, i tributi gravanti sulla sottoscrizione o sull'acquisto di azioni e obbligazioni, le altre spese sostenute per ottenere il bene nelle condizioni necessarie al suo utilizzo; sono comunemente esclusi gli oneri finanziari corrisposti a fronte di una dilazione di pagamento⁸¹⁸. In caso di acquisto a titolo gratuito invece è stata proposta la valorizzazione delle azioni ad un costo ipotetico, ragguagliato al valore corrente delle medesime assunto nel momento dell'acquisizione⁸¹⁹.

Accanto al costo di acquisto, per la valutazione delle immobilizzazioni, il Legislatore impone di verificare la sussistenza di una «perdita durevole» di cui però nulla viene specificato nel Codice Civile. Secondo la dottrina la fonte di una tale perdita andrebbe riscontrata nell'analisi della situazione patrimoniale della partecipata a valori *effettivi* e

⁸¹⁶ La ragione dell'adozione del criterio del costo di acquisto risponde secondo C. BOLOGNESI, *op. cit.*, 234 alla necessità di evidenziare «la misura in cui i beni acquistati concorrono alla formazione del reddito».

⁸¹⁷ Art. 2426 c.c. – Criteri di valutazione: «Nelle valutazioni devono essere osservati i seguenti criteri:

1) (...) Nel costo di acquisto si computano anche i costi accessori. Il costo di produzione comprende tutti i costi direttamente imputabili al prodotto. Può comprendere anche altri costi, per la quota ragionevolmente imputabile al prodotto, relativi al periodo di fabbricazione e fino al momento dal quale il bene può essere utilizzato; con gli stessi criteri possono essere aggiunti gli oneri relativi al finanziamento della fabbricazione, interna o presso terzi (...)».

⁸¹⁸ Così E. SANTESSO – U. SOSTERO, *op. cit.*, 100; E. BOCCHINI, *Diritto della contabilità e delle imprese. Il bilancio d'esercizio*, Utet, Torino, 2010, 157; L. DE ANGELIS, *La valutazione delle partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie nel bilancio d'esercizio. Il criterio del costo*, Giuffrè, Milano, 2007, 130 ss.; *Principio OIC n. 20* (aggiornato al 16 settembre 2005), 23.

⁸¹⁹ P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 127.

tenendo conto dei flussi di cassa attesi⁸²⁰. Il carattere duraturo della perdita si riscontrerebbe invece quando «fondatamente non si prevede che le ragioni che la hanno causata possono essere rimosse in un breve arco temporale» ovvero quando non sia «ragionevolmente *dimostrabile* che nel breve periodo la società partecipata possa sovvertirla mediante positivi risultati economici»⁸²¹.

Dal momento che il Codice Civile non fornisce alcuna indicazione neppure in riferimento al mercato e al relativo andamento, i principi contabili⁸²² definiscono *valore di mercato* quello risultante dalle quotazioni dei titoli quotati (o di titoli similari) «in mercati organizzati, ufficiali o meno» che risultino sufficientemente attendibili, anche sulla base dei volumi trattati. Con riguardo all'andamento del mercato, il medesimo principio, in via di sintesi, individua nella media delle quotazioni dell'ultimo mese dell'esercizio un'approssimazione sufficientemente rappresentativa. L'attività classificata come circolante dovrà dunque essere rettificata in diminuzione, qualora si desuma dal mercato, un valore inferiore al costo al termine di ogni esercizio, anche nel caso in cui «tale minor valore non sia stimato durevole, ma sia frutto di una flessione transeunte dei valori di mercato o più precisamente nel valore di realizzo, anche se pare ragionevole attendersi che il medesimo possa ritornare entro breve tempo a livello del costo e anche eventualmente oltrepassarlo»⁸²³.

In caso di svalutazione⁸²⁴, la riduzione di valore delle azioni proprie deve essere imputata in conto economico nella macroclasse *D) Rettifiche di valore di attività*

⁸²⁰ E. SANTESSO – U. SOSTERO, *op. cit.*, 167; L. DE ANGELIS, *ult. op. cit.*, 208 ss.

⁸²¹ *Principio OIC n. 20* (aggiornato al 16 settembre 2005), 27. Non devono quindi essere presi in considerazione «semplici oscillazioni temporanee nel valore(...) inidonei a modificare il valore[della partecipazione] nel lungo periodo nel patrimonio della partecipante»: L. DE ANGELIS, *ult. op. cit.*, 213 ss.

⁸²² *Principio OIC n. 20* (aggiornato al 16 settembre 2005), 18 ss.

⁸²³ Come osserva L. DE ANGELIS, *op. ult. cit.*, 105 ss.

⁸²⁴ Svalutazioni che evidentemente colpiranno con maggior frequenza le attività finanziarie non immobilizzate, come conferma L. DE ANGELIS, *ult. op. cit.*, 115 ss.: «Dalle considerazioni che precedono dato evincere che il valore di bilancio delle attività finanziarie non costituenti immobilizzazioni si presta a variare con maggiore frequenza rispetto a quello delle immobilizzazioni finanziarie: in tal perché più frequenti possono essere le operazioni di acquisto e di vendita delle attività in questione; e poi anche perché l'eventuale rettifica del costo storico basata su una ragione in quel convincimento di una perdita durevole di valore delle medesime attività (tipica delle immobilizzazioni finanziarie) è meno immediata e automatica di quella da effettuarsi in base all'osservazione dell'andamento del mercato (tipica delle rimanenze e delle

*finanziarie, voce 19) Svalutazioni e sottovoce a) di partecipazioni e dev'essere interamente imputata all'esercizio in cui la perdita viene rilevata; qualora vengano meno le ragioni che avevano indotto a ridurre il valore delle azioni proprie, esso può essere ripristinato fino a raggiungere il valore massimo pari al costo originario, registrando in conto economico la rivalutazione nella macroclasse D) Rettifiche di valore di attività finanziarie, voce 18) Rivalutazioni e sottovoce a) di partecipazioni*⁸²⁵.

L'applicazione alle azioni proprie dei medesimi metodi valutativi previsti per gli altri titoli e partecipazioni, già proposta dai Consigli Nazionali dei Dottori Commercialisti e dei Ragionieri⁸²⁶, è condivisa dalla maggior parte della dottrina⁸²⁷ e dall'Organismo Italiano di Contabilità⁸²⁸, dovendosi però segnalare l'opinione contraria di chi invece ritiene inopportuna la svalutazione delle azioni proprie⁸²⁹.

partecipazioni non immobilizzante da allocarsi nell'attivo circolante), così come meno immediato e automatico è il ripristino del valore del costo fondato sulla convinzione del superamento dei motivi che avevano indotto a ritenere che la perdita di valore fosse durevole».

⁸²⁵ *Principio OIC n. 20* (aggiornato al 16 settembre 2005), 26 ss.

⁸²⁶ Già il principio CNDC-CNR, n. 20 *Titoli e partecipazioni* emanato il 26 settembre 1996 e rimasto in vigore fino all'agosto 2005 stabiliva che le azioni proprie dovessero essere iscritte in bilancio al momento del loro acquisto al loro costo di acquisto ed essere poi sottoposte ai due differenti criteri di valutazione previsti per le attività finanziarie. Così riferiscono M. S. AVI, *op. cit.*, 23 e M. ZITO, *Iscrizione e valutazione delle azioni proprie nel bilancio di esercizio*, Aracne, Roma, 2004, 57 ss.

⁸²⁷ L. DE ANGELIS, *La valutazione delle partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie nel bilancio d'esercizio. Il criterio del costo*, Giuffrè, Milano, 2007, 292; A. QUAGLI, *Bilancio di esercizio e principi contabili*, Giappichelli, Torino, 2010, 259; A. VENTURINI – D. FEZZARDI, *Acquisto di azioni proprie, i risvolti contabili*, in *Amministrazione e finanza*, 2012, 4, 8; L. ROSSI, *Le operazioni di acquisto di azioni e di obbligazioni proprie alla luce delle novità introdotte dalla legge finanziaria 2008*, in *Bollettino tributario*, 2008, 797; M. S. AVI, *op. cit.*, 23 ss.; S. CAPOLUPO, *L'acquisto di azioni proprie: effetti dei differenti criteri di contabilizzazione*, in *Il fisco*, 2008, 1, 7149 ss.; P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 145 sottolinea l'importanza di operare una (s)valutazione periodica delle azioni al fine di imputare ai vari esercizi eventuali perdite di valore che, in caso contrario, peserebbero (come minusvalenza) unicamente sul risultato dell'esercizio in cui sono state vendute, contraddicendo i dettami del Codice Civile. In giurisprudenza si richiama *Cass. civ.*, 3 settembre 1996, n. 8048, in *Le società*, 1997, 172 ss.

⁸²⁸ *Principio OIC n. 20* (aggiornato al 16 settembre 2005), 34.

⁸²⁹ E. SANTESSO – U. SOSTERO, *op. cit.*, 175 ss. sostengono infatti che le azioni proprie debbano rimanere iscritte al costo di acquisto per segnalare in ogni momento l'esatto ammontare di risorse che sono state (indirettamente) attribuite ai soci con l'acquisto; l'inutilità di operare svalutazioni sarebbe inoltre confermata dalla presenza della riserva indisponibile *Riserva per azioni proprie in portafoglio* che già azzerava virtualmente la posta attiva. Gli autori confermano la loro posizione critica verso l'opportunità di svalutazione accolta dai principi nazionali anche in E. SANTESSO – U. SOSTERO, *I principi contabili per il bilancio d'esercizio : analisi e*

Al momento del rilascio dell'autorizzazione assembleare, il valore (massimo) previsto per l'operazione di acquisto di azioni proprie può essere dedotto dai corrispondenti utili distribuibili e/o riserve disponibili e può accantonato nel gruppo A-VII-*Altre riserve* in una voce chiamata «Riserva acquisto azioni proprie»⁸³⁰; solo al momento dell'avvenuto acquisto delle azioni verrà accesa la riserva indisponibile nel gruppo A-VI-*Riserva per azioni proprie in portafoglio* per un valore corrispondente al costo di acquisto delle azioni.

Dopo l'acquisto le azioni proprie possono indifferentemente:

- permanere nel patrimonio sociale, e in tal caso al termine di ogni esercizio potranno essere oggetto di svalutazioni e rivalutazioni nei termini che abbiamo esposto;
- essere oggetto di annullamento;
- essere realizzate.

In caso di annullamento delle azioni proprie (e corrispondente riduzione del capitale sociale) si assiste alla contemporanea estinzione (o riduzione del valore) della posta attiva *Azioni proprie* e della *Riserva azioni proprie in portafoglio*⁸³¹; qualora il valore contabile delle azioni proprie non coincida con il valore nominale delle stesse, la differenza verrà portata in deduzione o in incremento (a seconda che il valore contabile

interpretazione delle norme civilistiche, Il Sole 24 ORE, Milano, 2011, 450, aggiungendo alla loro tesi un'ulteriore considerazione: all'atto della svalutazione delle azioni proprie e della contestuale liberazione della riserva indisponibile, non sussistono «garanzie che il caso di ripristino di valore delle azioni proprie vi siano utili o riserve disponibili sufficienti alla ricostituzione della riserva». In senso contrario alla svalutazione delle azioni anche G. E. COLOMBO, *La "riserva" azioni proprie*, in AA.VV., *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, a cura di G. Castellano, Milano, 1986, 179 e R. NOBILI, *op. ult. cit.*, 134 che ritiene i criteri legali enunciati dall'art. 2426 c.c. non sempre «idonei ad evidenziare il valore effettivo delle azioni».

⁸³⁰ E. SANTESSO – U. SOSTERO, *Il bilancio. Principi generali, struttura e regole di valutazione*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2008, 175; M. S. AVI, *op. cit.*, 21; M. ZITO, *op. cit.*, 23; V. ANTONELLI, *op. cit.*, 8; *Principio OIC n. 20* (aggiornato al 16 settembre 2005), 34.

⁸³¹ Non è però detto che nei casi di annullamento (o alienazione) delle azioni proprie, spariscano tutti i vincoli della precedente riserva indisponibile: come puntualizzava F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 142 questi eventi eliminerebbero il vincolo di indisponibilità agli utili e alle riserve accantonate al momento dell'acquisto, ma permarrrebbe per essi il vincolo di destinazione: qualora l'autorizzazione assembleare non fosse (già) scaduta, di essi gli amministratori potrebbero nuovamente avvalersi per l'acquisto di nuove azioni proprie.

sia superiore o inferiore al valore nominale) della riserva disponibile che si origina dall'annullamento⁸³². L'annullamento non genera dunque in ogni caso proventi o perdite da registrare in conto economico, ma si limita a disporre una riorganizzazione del patrimonio netto⁸³³.

Se le azioni vengono invece alienate, l'estinzione (o riduzione del valore) della posta *Azioni proprie* e la liberazione della *Riserva azioni proprie in portafoglio* si accompagna alla registrazione del corrispettivo pattuito; se quest'ultimo risulta di valore superiore (o inferiore) al valore contabile delle azioni proprie, la differenza costituirà un provento (o un onere) finanziario o straordinario⁸³⁴ rilevato nel conto economico⁸³⁵.

⁸³² Ecco le scritture contabili conseguenti all'annullamento di azioni proprie di valore nominale 1.000 iscritte in bilancio per un valore di 1.300:

Azioni proprie	Capitale sociale
1.300 (ii)	(ii) 1.000
Riserva azioni proprie in portafoglio	Riserva disponibile
(i) 1.300	(ii) 300* 1.300 (i)

Questa impostazione, proposta dal *Principio OIC n. 20* (aggiornato al 16 settembre 2005), 34 differisce leggermente da quella illustrata nel *Principio OIC n. 28* (aggiornato al 30 maggio 2005), 24 che dispone invece di imputare la riduzione di valore contrassegnata dall'asterisco * non alla riserva disponibile bensì alla riserva azioni proprie: solo dopo aver ridotto la riserva azioni proprie (che assumerà nell'esempio valore 1.000) se ne dispone la liberazione a favore della riserva disponibile. Il medesimo risultato finale a cui si perviene seguendo entrambe le indicazioni e la contestualità delle illustrate operazioni contabili non impediscono però a E. SANTESSO – U. SOSTERO, *I principi contabili per il bilancio d'esercizio : analisi e interpretazione delle norme civilistiche*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2011, 526 (nota n. 18) di aderire all'una (la seconda) piuttosto che all'altra (quella illustrata dal principio n. 20), stante l'asserita inutile macchinosità del primo procedimento che richiederebbe l'utilizzo di una riserva «che potrebbe anche non esserci o non essere capiente».

⁸³³ E. SANTESSO – U. SOSTERO, *op. ult. cit.*, 449.

⁸³⁴ Il provento o onere conseguente al realizzo di partecipazioni o titoli classificati come attività circolanti deve essere classificato nel gruppo C) *Proventi e oneri finanziari*; se invece la partecipazione alienata era classificata tra le immobilizzazioni, il suo realizzo deriva da un cambio di destinazione economica del bene e rappresenta un evento straordinario di gestione, da inserire nel gruppo E) *Proventi e oneri straordinari*. Così E. SANTESSO – U. SOSTERO, *Il bilancio. Principi generali, struttura e regole di valutazione*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2008, 158 e nello stesso senso si veda *Principio OIC n. 21 - bozza di consultazione* (aggiornata al 6 dicembre 2012), paragrafo 14.

⁸³⁵ Ecco le scritture contabili conseguenti alla vendita di azioni proprie al prezzo di 740 con valore contabile di 800:

Azioni proprie	Banca c/c	Oneri finanziari
800 (i)	(i) 740	(i) 60

5.2.3 Segue: le informazioni della nota integrativa e nella relazione sulla gestione

La specificazione di ulteriori informazioni riguardanti i titoli e le partecipazioni, siano essi immobilizzati o classificati nell'attivo circolante, deve essere riportata nella nota integrativa, che richiede specificamente di riportare i movimenti delle immobilizzazioni (art. 2427 n. 2 c.c.) che abbiano coinvolto svalutazioni, rivalutazioni, acquisizioni, alienazioni e più in generale tutte le variazioni intervenute nella consistenza delle voci dell'attivo (art. 2427 n. 2 c.c.). In questa sede verrà pertanto giustificata la valorizzazione delle azioni proprie in bilancio, rendendo conto di eventuali svalutazioni o rivalutazioni (nei limiti del costo di acquisto iniziale) occorse durante l'esercizio⁸³⁶.

Nel suddetto documento sembrerebbe opportuno dunque specificare anche tutte le informazioni relative alle azioni proprie che, come abbiamo visto, rientrano nelle voci dell'attivo patrimoniale B- III- 4 oppure C-III-5; se non fosse però che uno specifico richiamo alle azioni proprie viene rinvenuto nel dettato dell'art. 2428 c.c. che, illustrando il contenuto della relazione sulla gestione richiede di specificare «in ogni caso»:

- il numero e il valore nominale sia delle azioni proprie che delle azioni o quote di società controllanti possedute dalla società, anche per tramite di società fiduciaria o per interposta persona, con l'indicazione della parte di capitale corrispondente;
- il numero e il valore nominale sia delle azioni proprie che delle azioni o quote di società controllanti acquistate o alienate dalla società, nel corso dell'esercizio, anche per tramite di società fiduciaria o per interposta persona, con l'indicazione della corrispondente parte di capitale, dei corrispettivi e dei motivi degli acquisti e delle alienazioni⁸³⁷.

La ragione alla base della ricomprensione di queste informazioni nella relazione sulla gestione, piuttosto che nella nota integrativa che raccoglie tutte le informazioni sulla

Riserva azioni proprie in portafoglio	Riserva disponibile
(ii) 800	800 (ii)

⁸³⁶ P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 121.

⁸³⁷ A queste informazioni F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988, 154 ritiene si debba affiancare «la ripartizione delle azioni possedute per categorie (ordinarie, privilegiate e di risparmio), essendone diversi gli effetti sui rapporto di forza tra gli azionisti e trattandosi comunque di esigenza informativa cui la disciplina del bilancio attribuisce specifica rilevanza».

situazione patrimoniale e finanziaria della società, è stata rinvenuta nel carattere prettamente *gestionale* della decisione di acquistare azioni proprie, che nonostante le prescritte condizioni imposte dalla legge (tra cui spicca l'autorizzazione assembleare) spetta agli amministratori, che sono dunque chiamati a renderne conto nella relazione *corredata* al bilancio⁸³⁸.

5.2.4 *L'assistenza finanziaria nel bilancio*

Le altre operazioni sulle azioni proprie *ex art.* 2358 c.c. consistono nell'erogazione di prestiti o nella fornitura di garanzie da parte della società a favore di terzi per l'acquisto di azioni proprie; di esse viene reso conto in bilancio mediante:

- l'iscrizione del prestito nell'attivo di stato patrimoniale, tra i crediti della società;
- l'iscrizione della garanzia prestata nei conti d'ordine, in calce allo stato patrimoniale.

I prestiti offerti dalla società rientrano a pieno titolo nella classificazione civilistica *C-II-Crediti verso altri*, con separata indicazione dell'importo esigibile entro l'esercizio successivo.

I conti d'ordine sono definiti come «conti che non concorrono a determinare quantitativamente la grandezza del reddito d'esercizio e del connesso capitale di funzionamento, ma sono utili alla formazione qualitativa della situazione patrimoniale e finanziaria della società»⁸³⁹. Essi, pur non derivando dal sistema della contabilità generale⁸⁴⁰, prevedono l'accoglimento dei relativi valori secondo le regole della partita doppia in coppie di cont, che accolgono il medesimo valore in dare e avere, in modo da non influenzare quantitativamente il reddito⁸⁴¹. Rientrano in questi conti, oltre che gli

⁸³⁸ E. BOCCHINI, *op. cit.*, 364.

⁸³⁹ E. BOCCHINI, *op. cit.*, 313 ss.

⁸⁴⁰ E. SANTESSO – U. SOSTERO, *op. ult. cit.*, 48.

⁸⁴¹ *Principio OIC n. 22* (aggiornato al 30 maggio 2005), 4: «I conti d'ordine sono attivati integrando il sistema principale di scritture con sistemi minori o supplementari ogni qual volta si debbano evidenziare accadimenti gestionali che, pur non influenzando quantitativamente sul patrimonio e sul risultato economico al momento della loro iscrizione, possono tuttavia produrre effetti in un tempo successivo.

Sul piano strettamente contabile i sistemi minori consentono di mantenere il formalismo della partita doppia anche per la rilevazione di quei fatti aziendali non suscettibili di registrazione nel sistema principale di scritture, non comportando variazioni né patrimoniali né economiche.

Si tratta di rischi, impegni e di beni di terzi presso l'impresa: i relativi valori vengono registrati in coppie di conti funzionanti in maniera "antitetica", in quanto l'uno rileva l'oggetto (aspetto

impegni e i beni di terzi, anche (ed è il caso dell'assistenza finanziaria) le garanzie prestate; l'importanza dell'iscrizione di quest'ultime in particolare è legata alla loro natura di «probabile debito», che si tramuterà in vero e proprio debito (e dunque perdita per la società) non appena si preveda che l'obbligato principale non assolverà al relativo debito. La sussistenza di questa garanzia costituisce dunque un rischio per la società e come tale merita di essere rappresentata in bilancio (seppur mediante un'appostazione di memoria) per fornire un'informazione più trasparente sull'esposizione (per quanto astratta) della società verso terzi soggetti.

Un'analisi più approfondita del contenuto dei conti d'ordine è inoltre richiesta dal contenuto della nota integrativa⁸⁴² al fine di offrire una valutazione più completa della situazione patrimoniale e finanziaria della società.

5.3 Le azioni proprie nello stato patrimoniale riclassificato

L'analisi di bilancio consiste nello studio delle componenti di valore che formano il bilancio di una società e si propone di far emergere con maggior grado di dettaglio l'equilibrio (o squilibrio) economico finanziario dell'impresa e di aumentare la capacità informativa del bilancio stesso⁸⁴³. Essa si prevede solitamente la redazione di schemi di bilancio riclassificati e il calcolo di alcuni indici che possano evidenziare il rapporto intercorrente tra i diversi componenti del reddito e del patrimonio della società.

La necessità di condurre un'approfondita analisi della situazione economica, patrimoniale e finanziaria di un'impresa impone innanzitutto all'interprete di riclassificare le voci di bilancio: questa riclassificazione è frutto dell'applicazione di uno specifico criterio, scelto sulla base del profilo di analisi che si intende condurre. La scelta del criterio che meglio possa sagomare le informazioni già presenti (ma ancora

originario) e l'altro il soggetto (aspetto derivato). Nel momento in cui l'entità del rischio, dell'impegno o dei beni di terzi si riduce, si effettua una registrazione opposta nei medesimi conti».

⁸⁴² Art. 2427 c.c. – Contenuto della nota integrativa: «La nota integrativa deve indicare, oltre a quanto stabilito da altre disposizioni: (...)

9) gli impegni non risultanti dallo stato patrimoniale; le notizie sulla composizione e natura di tali impegni e dei conti d'ordine, la cui conoscenza sia utile per valutare la situazione patrimoniale e finanziaria della società, specificando quelli relativi a imprese controllate, collegate, controllanti e a imprese sottoposte al controllo di queste ultime; (...).».

⁸⁴³ M. S. AVI, *Bilancio riclassificato e analisi per indici e flussi*, Il sole 24 ORE, Milano, 2007, 4.

implicite) nel bilancio di partenza (che spesso e volentieri è il bilancio civilistico) è dunque fondamentale per renderne più immediata la lettura e, dunque, per la buona riuscita dell'analisi.

Lo schema di stato patrimoniale proposto dall'art. 2424 c.c. prevede una classificazione delle voci di bilancio basata su un criterio spurio definito funzional-finanziario⁸⁴⁴:

- le voci dell'attivo sono classificate in base alla loro funzione, alla destinazione loro impressa dagli amministratori (immobilizzazioni o attivo circolante) e solo in second'ordine esse sono ripartite applicando un criterio prettamente finanziario basato sulla liquidità degli *asset*;
- le voci del passivo sono invece suddivise in cinque macroclassi che aggregano le poste, pur in assenza di un vero e proprio criterio, in base alla natura delle fonti (separando mezzi propri e mezzi di terzi) e in base a grado di incertezza delle stime (fondi per rischi ed oneri, trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato, debiti, ratei e risconti)⁸⁴⁵.

<i>Stato patrimoniale civilistico (struttura principale)</i>	
<i>Attivo</i>	<i>Passivo</i>
A) Crediti verso soci per versamenti ancora dovuti	A) Patrimonio netto:
B) Immobilizzazioni	I - Capitale
I - Immobilizzazioni immateriali	II - Riserva da soprapprezzo delle azioni
II - Immobilizzazioni materiali	III - Riserve di rivalutazione
III - Immobilizzazioni finanziarie	IV - Riserva legale
C) Attivo circolante	V - Riserve statutarie
I - Rimanenze	VI - Riserva per azioni proprie in portafoglio
II - Crediti	VII - Altre riserve, distintamente indicate
III - Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	VIII - Utili (perdite) portati a nuovo
IV - Disponibilità liquide	IX - Utile (perdita) dell'esercizio
D) Ratei e risconti	B) Fondi per rischi e oneri:
	C) Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato
	D) Debiti
	E) Ratei e risconti

Come abbiamo già visto, delle azioni proprie è qui previsto l'inserimento in due possibili macroclassi dell'attivo: esse possono essere accolte tanto nell'attivo immobilizzato quanto in quello circolante, a seconda delle finalità che gli amministratori si propongono di perseguire con esse.

⁸⁴⁴ M. S. AVI, *op. ult. cit.*, 10.

⁸⁴⁵ U. SOSTERO, *Il bilancio di esercizio secondo il Codice Civile e gli IAS/IFRS*, in U. SOSTERO – P. FERRARESE – M. MANCIN – C. MARCON, *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2014, 158.

5.3.1 Riclassificazione funzionale

Uno degli schemi di riclassificazione proposto dalla dottrina è quello c.d. funzionale, basato sulla pertinenza di ciascuna voce di bilancio all'area gestionale di riferimento: si distinguono in tal modo le poste patrimoniali ascrivibili alla gestione caratteristica rispetto a quelle che non partecipano delle attività costituenti il *core business* dell'impresa⁸⁴⁶.

Questa riclassificazione porta il pregio di distinguere le fonti di finanziamento spontaneamente generate dalla gestione operativa (i cui volumi dipendono dalle caratteristiche del ciclo produttivo) rispetto alle fonti onerose (frutto delle scelte di finanziamento dell'impresa), a cui si contrappongono gli impieghi finanziari; la riclassificazione mostra così in quale misura il fabbisogno finanziario dell'impresa (rappresentato dal *Capitale investito netto aziendale*) viene soddisfatto dalle fonti autogenerate:

⁸⁴⁶ Schema proposto da C. MARCON, *La riclassificazione degli schemi di bilancio: criteri e analisi*, in U. SOSTERO – P. FERRARESE – M. MANCIN – C. MARCON, *op. cit.*, 56 ss.

Stato patrimoniale riclassificato in forma funzionale

Crediti verso clienti
Crediti diversi a breve termine
Ratei e risconti attivi (a breve)
Rimanenze

A) Attivo corrente operativo

Debiti verso fornitori
Debiti diversi a breve termine
Trattamenti di fine rapporto (quota a breve)
Debiti tributari
Ratei e risconti passivi (a breve)

B) Passivo corrente operativo

A - B = C) **Capitale circolante netto operativo**

Terreni e fabbricati non civili*
Impianti e macchinari *
Altre immobilizzazioni immateriali *
Marchi e brevetti*
Altre immobilizzazioni materiali*

D) Attivo immobilizzato operativo [immobilizzazioni iscritte al netto dei fondi rettificativi]*

Trattamento di fine rapporto (quota a lungo)
Fondo imposte

E) Passivo consolidato operativo

D - E = F) **Capitale immobilizzato operativo netto**

C + F = G) Capitale investito netto caratteristico

Investimenti immobiliari
Partecipazioni

H) Investimenti accessori - patrimoniali

G + H = I) **Capitale investito netto aziendale**

Coperture finanziarie:

Capitale sociale
Utile (perdite) esercizi precedenti
Utile (o perdita) d'esercizio

J) Patrimonio netto

Mutui passivi (quota a lungo termine)
Prestiti obbligazionari (quota a lungo termine)
Debiti verso banche a breve termine
Mutui passivi (quota a breve termine)
Prestiti obbligazionari (quota a breve)
(Crediti finanziari)
(Titoli)
(Cassa e Banche c/c attivo)

K) Posizione finanziaria netta

J + K = L) **Totale coperture finanziarie**

In questo schema di riclassificazione le azioni proprie in portafoglio dovrebbero essere inserite nella voce *H) Investimenti accessori – patrimoniali* tra le partecipazioni: non paiono infatti annoverabili nell'attività caratteristica di alcun tipo di società le operazioni di acquisto e di detenzione di azioni proprie.

5.3.2 La riclassificazione finanziaria

Un'altra importante riclassificazione delle voci dello stato patrimoniale è quella c.d. *finanziaria*, che utilizza il criterio del tempo per ordinare le fonti in base alla loro scadenza e gli impieghi in base alla liquidabilità⁸⁴⁷.

Ai fini della presente riclassificazione è dunque indispensabile trattare le poste attive e passive non come elementi patrimoniali in sé considerati ma come potenziali flussi finanziari futuri, aggregando tra loro le poste attive che si tramuteranno in entrate e le poste passive (o di patrimonio netto) che si tradurranno in uscite nel medesimo orizzonte temporale⁸⁴⁸; verranno in tal modo «temporalizzate»⁸⁴⁹ le varie voci aggregando tra loro quelle con la medesima scadenza. Lo spazio temporale che viene generalmente utilizzato per bipartire l'orizzonte è l'anno: si distingueranno perciò le entrate e le uscite che si manifesteranno entro l'esercizio (che formeranno l'attivo e il passivo corrente o a breve termine) da quelle che si prevede si realizzeranno in seguito (attivo e passivo a lungo termine).

Questo criterio permette di focalizzare l'attenzione sulla scadenza delle fonti finanziarie e sulla tempistica necessaria per vedere tramutati gli impieghi in liquidità di pronto utilizzo⁸⁵⁰:

⁸⁴⁷ C. MARCON, *op. cit.*, 38 ss.

⁸⁴⁸ M. S. AVI, *op. ult. cit.*, 29 ss.

⁸⁴⁹ M. S. AVI, *Management accounting. Financial analysis*, EIF-e.Book, 2012, 26.

⁸⁵⁰ Schema proposto da M. S. AVI, *op. ult. cit.*, 27.

<i>Stato patrimoniale riclassificato in forma finanziaria</i>	
<i>Attivo</i>	<i>Passivo</i>
A) Liquidità immediate	A) Passivo a breve finanziario
B) Liquidità differite (commerciali, finanziarie, tributarie, non caratteristiche)	B) Passivo a breve tributario
C) Disponibilità	C) Passivo a breve non finanziario
D) Attivo a breve	D) Totale passivo a breve termine
E) Anticipo a fornitori commerciali	E) Passivo a lungo finanziario
F) Totale attivo a breve termine	F) Passivo a lungo tributario
G) Attivo a lungo materiale	G) Passivo a breve non finanziario
H) Attivo a lungo immateriale	H) Totale passivo a lungo termine
I) Attivo a lungo commerciale	D + H = I) <i>Totale passivo</i>
J) Attivo a lungo tributario	J) Patrimonio netto
K) Totale attivo a lungo termine	K) Voci a sé stanti
L) Voci a sé stanti	<i>Totale a pareggio</i>
<i>Capitale investito</i>	

La collocazione delle azioni proprie in quest'ultima riclassificazione trova in dottrina opinioni discordanti: secondo alcuni autori⁸⁵¹ le azioni proprie dovrebbero essere classificate nell'attivo a breve termine o a lungo termine a seconda della presumibile durata della loro permanenza nel patrimonio societario (ricalcando dunque la suddivisione proposta anche per lo schema civilistico), salvo doverle diversamente imputare a riduzione del patrimonio netto qualora siano state acquistate con la finalità di agevolare una riduzione di capitale; secondo una diversa opinione⁸⁵² invece la riclassificazione delle azioni proprie dovrebbe dare chiara rappresentazione dell'effetto di riduzione del capitale (in circolazione) che il loro acquisto produce: risulterebbe pertanto più opportuno rilevarle nella sezione *Patrimonio netto* con segno negativo, al fine di dare compiuta applicazione al principio di prevalenza della sostanza sulla forma⁸⁵³.

⁸⁵¹ C. MARCON, *Dal bilancio civilistico ai prospetti contabili riclassificati*, in U. SOSTERO – P. FERRARESE – M. MANCIN – C. MARCON, *op. cit.*, 250.

⁸⁵² Per tutti M. S. AVI, *Bilancio riclassificato e analisi per indici e flussi*, Il sole 24 ORE, Milano, 2007, 66.

⁸⁵³ M. S. AVI, *Acquisto sul mercato di azioni proprie: il punto della situazione giuridico-contabile*, in *Il fisco*, 2006, 1, 4310.

5.4 Il punto di vista dei principi contabili internazionali

A differenza delle regole di contabilizzazione nazionali che prevedono l'iscrizione delle azioni proprie in bilancio al pari di ogni altra attività detenuta nel portafoglio della società, la rappresentazione contabile adottata dai principi contabili internazionali considera il fenomeno "acquisto di azioni proprie" alla stregua di una riduzione di capitale⁸⁵⁴: nel bilancio viene in questo caso valorizzata non l'*acquisizione* di un nuovo pacchetto azionario ma la *riduzione* dei titoli rappresentativi di capitale in circolazione. Alla luce del principio per cui l'iscrivibilità di un *asset* viene legata dai principi contabili internazionali alla sua capacità di generare flussi economici futuri⁸⁵⁵ si evince dunque la ragione per cui le azioni proprie non trovano nel bilancio IAS/IFRS un'autonoma indicazione.

La contabilizzazione delle azioni proprie costituisce una delle concrete applicazioni del principio *substance over form*⁸⁵⁶ che informa tutte le regole di contabilizzazione dei principi contabili internazionali. Nel caso specifico, i principi non ritengono le azioni proprie dotate di un loro autonomo valore ma semplicemente «espressione di una posizione attiva della società nei propri confronti»⁸⁵⁷.

L'ulteriore scelta di non far transitare per conto economico le vicende riguardanti le azioni proprie viene giustificata dal principio contabile (nelle *Basis for conclusions*⁸⁵⁸) dalla natura, per così dire, "intima" dell'operazione, che coinvolge solamente i soci della società: quelli che da essa si allontanano, dismettendo la propria partecipazione (che

⁸⁵⁴ L'unica eccezione sofferta da questa regola è il caso in cui la società detenga azioni proprie per conto di altri: «However, when an entity holds its own equity on behalf of others, eg a financial institution holding its own equity on behalf of a client, there is an agency relationship and as a result those holdings are not included in the entity's statement of financial position»: *IAS 32, International Accounting Standard* (aggiornato al 31 dicembre 2013), paragrafo AG36.

⁸⁵⁵ M. LACCHINI – R. TREQUARTINI, *op. cit.*, 76.

⁸⁵⁶ Enunciato nel paragrafo 35 del *Framework*; così M. VENUTI, *Il principio "substance over form" nel bilancio IAS/IFRS*, in *Le società*, 2008, 427 ss. e S. GUIDANTONI - S. PALCHETTI, *Gli effetti dell'applicazione dei principi contabili internazionali alle pmi: un'analisi empirica*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 1, 2013, 97.

Più in generale il principio di prevalenza della sostanza sulla forma si attua «quando, nel bilancio, trovano considerazione preponderante gli aspetti economici delle operazioni di gestione, ponendo in secondo piano gli aspetti giuridici essi attinenti, utilizzare eventualmente per chiarire il contenuto economico delle operazioni stesse»: così M. LACCHINI – R. TREQUARTINI, *op. cit.*, 74.

⁸⁵⁷ M. VENUTI, *op. cit.*, 434.

⁸⁵⁸ *IAS 32, International Accounting Standard* (aggiornato al 31 dicembre 2013), paragrafo BC32.

viene acquistata dalla società) e quelli che rimangono titolari delle restanti azioni in circolazione. In questa vicenda la società risulta solo un *medium* che non realizza con essa alcun utile né subisce alcuna perdita: la sua rappresentazione richiede perciò la movimentazione di sole poste patrimoniali⁸⁵⁹.

La contabilizzazione delle azioni proprie è disciplinata dallo *IAS 32 – Financial instruments* che al paragrafo 33 impone di dedurre dal capitale gli strumenti rappresentativi di capitale che una società abbia acquistato⁸⁶⁰; non si pongono dunque a tal proposito problemi di valutazione delle azioni proprie (come invece accade per la normativa nazionale) dal momento che il loro valore in corrispondenza dell'acquisto viene «diffalcato» dal patrimonio netto della società acquirente, alla stregua di una riduzione del capitale sociale⁸⁶¹: la detrazione originata dall'acquisto di azioni proprie tuttavia deve interessare l'«*equity*» inteso come *patrimonio netto*⁸⁶², mentre non viene interessato in alcun modo l'*issued capital*.

Anche il trattamento dei corrispettivi connessi alle azioni proprie risulta differenziato rispetto alle regole nazionali italiane: nessun utile o perdita viene infatti rilevato in conto economico in corrispondenza dell'alienazione, dell'annullamento o dell'acquisto di azioni proprie⁸⁶³; l'impostazione adottata dai principi contabili internazionali ravvisa dunque nell'acquisto di azioni proprie una modalità di restituzione del capitale ai soci restanti (e il prezzo corrisposto quantifica l'elargizione concessa dalla società) e la

⁸⁵⁹ L. ROSSI, *Le operazioni di acquisto di azioni e di obbligazioni proprie alla luce delle novità introdotte dalla legge finanziaria 2008*, in *Bollettino tributario*, 2008, 797; C. MEZZABOTTA, *Azioni proprie, tra IFRS e Codice civile*, in *Pratica Contabile*, 2009, 8, 25; F. GAGLIARDI, *L'assegnazione di azioni proprie è distribuzione di dividendi*, in *Pratica Fiscale e professionale*, 2012, 11, 46.

⁸⁶⁰ *IAS 32, International Accounting Standard* (aggiornato al 31 dicembre 2013), paragrafo 33: «If an entity reacquires its own equity instruments, those instruments ('treasury shares') shall be deducted from equity».

⁸⁶¹ L. DE ANGELIS, *op. cit.*, 418.

⁸⁶² M. VENUTI, *op. cit.*, 434; L. DE ANGELIS, *op. cit.*, 418. Risulta infatti che nella traduzione italiana del paragrafo 33 il termine *equity* sia reso (impropriamente) con il termine «capitale», mentre più corretta appare la traduzione del medesimo vocabolo (*equity*) riportato nel paragrafo AG36, tradotto con l'espressione italiana «patrimonio netto».

⁸⁶³ *IAS 32, International Accounting Standard* (aggiornato al 31 dicembre 2013), paragrafo 33: «No gain or loss shall be recognised in profit or loss on the purchase, sale, issue or cancellation of an entity's own equity instruments».

relativa vendita una modalità di raccolta di nuovo capitale di rischio (dove il prezzo incassato rappresenterebbe l'ammontare del conferimento)⁸⁶⁴.

Durante la detenzione in portafoglio, l'ammontare delle azioni proprie possedute viene separatamente indicato nel prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria o nelle note al bilancio⁸⁶⁵ come previsto dallo *IAS 1 – Presentation of Financial Statements*⁸⁶⁶.

Il principio internazionale non fornisce dettagli circa le modalità con cui apportare la diminuzione al patrimonio netto conseguente all'acquisto di azioni proprie: gli interpreti si sono dunque interrogati circa l'opportunità di mantenere una separata iscrizione relativa alla riserva azioni proprie⁸⁶⁷. A favore⁸⁶⁸ dell'applicabilità della disposizione di

⁸⁶⁴ M. VENUTI, *op. cit.*, 434; S. CAPOLUPO, *L'acquisto di azioni proprie: effetti dei differenti criteri di contabilizzazione*, in *Il fisco*, 2008, 1, 7151; P. SCARIONI –S. MUNI, *Operazioni sulle azioni proprie contabilizzate secondo gli IAS/IFRS: regime fiscale ed effetti sulla natura delle poste del patrimonio netto*, in *Bollettino tributario*, 2008, 1811.

⁸⁶⁵ *IAS 32, International Accounting Standard* (aggiornato al 31 dicembre 2013), paragrafo 34: «The amount of treasury shares held is disclosed separately either in the statement of financial position or in the notes, in accordance with IAS 1 Presentation of Financial Statements».

⁸⁶⁶ *IAS 1, International Accounting Standard* (aggiornato al 31 dicembre 2013), paragrafo 79: «An entity shall disclose the following, either in the statement of financial position or the statement of changes in equity, or in the notes:

a) for each class of share capital: (...)

(iv) a reconciliation of the number of shares outstanding at the beginning and at the end of the period; (...».

Dal momento che il suddetto principio null'altro dispone circa la dettagliata contabilizzazione delle azioni proprie nello schema di stato patrimoniale, P. P. BIANCONE – D. BUSSO – F. DEZZANI, *IAS/IFRS*, Milano, Ipsoa, 2012, 1292 propongono di indicare le azioni proprie di seguito alle riserve, in questo modo:

«Capitale sociale versato e sottoscritto
 riserva sovrapprezzo
 riserva legale
 (meno): azioni proprie
 Utile d'esercizio
Totale patrimonio netto».

⁸⁶⁷ Si illustrano di seguito le operazioni contabili conseguenti all'acquisto di azioni proprie (i) di valore nominale 400 (valore di mercato di 600) e successivo annullamento della metà di esse (ii) di valore nominale 200 (valore di mercato di 300), facendo ricorso alla *Riserva azioni proprie*:

Azioni proprie	Banca c/c	Capitale sociale
(i) 600	600 (i)	(i) 200
300 (ii)		
Riserva azioni proprie in portafoglio	Riserva disponibile	
(ii) 300	(i) 600	
600 (i)	300 (ii)	
	(ii) 100	

cui art. 2357-ter co. 3 c.c. anche ai bilanci redatti secondo i principi contabili nazionali si può portare la considerazione, formulata dalla Commissione Europea⁸⁶⁹, secondo cui la l'applicabilità di una norma nazionale non verrebbe automaticamente esclusa dall'adozione dei principi di redazione internazionali.

In caso di annullamento delle azioni proprie, la riduzione di patrimonio netto a cui si era assistito in occasione dell'acquisto di azioni proprie diviene definitiva⁸⁷⁰ ma non si assiste in bilancio ad alcuna rappresentazione dell'avvenuto annullamento giuridico di parte del capitale⁸⁷¹: sarà dunque necessario evincerlo dalle informazioni contenute nella situazione patrimoniale-finanziaria o nelle note al bilancio.

In caso di alienazione delle azioni proprie⁸⁷², qualora il prezzo di vendita non coincida con il valore contabile iscritto in bilancio, l'utile o perdita realizzati dalla vendita non

⁸⁶⁸ Ritengono iscrivibile la *Riserva azioni proprie in portafoglio* anche nei bilanci redatti ai sensi degli IAS/IFRS: M. VENUTI, *op. cit.*, 435 che aggiunge: « La rappresentazione indicata ha il pregio di favorire una immediata funzione segnaletica degli schemi di bilancio, visto che già dallo stato patrimoniale il lettore viene a conoscenza dell'esistenza e dell'entità delle azioni proprie della società in portafoglio»; M. S. AVI, *Acquisto sul mercato di azioni proprie: il punto della situazione giuridico-contabile*, in *Il fisco*, 2006, 1, 4314; BANCA D'ITALIA, *Circolare n. 262 del 22 dicembre 2005* (2° aggiornamento), paragrafo 2.2.9; C. MEZZABOTTA, *op. cit.*, 25 ss. *Contra* L. DE ANGELIS, *op. cit.*, 418 e P. SCARIONI –S. MUNI, *op. cit.*, 1811 che sostengono che il principio non lasci spazio per un'autonoma rappresentazione delle azioni proprie nello stato patrimoniale. Sostiene l'indifferenza della scelta M. GABELLI, *L'assegnazione di azioni proprie è assimilabile all'aumento gratuito di capitale (Risoluzione Agenzia delle Entrate 7 febbraio 2012, n. 12/E)*, in *Le Società*, 2012, 3, 350.

⁸⁶⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Osservazioni riguardanti taluni articoli del regolamento (CE) n. 1602/2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, relativo all'applicazione di principi contabili internazionali, della quarta direttiva 78/ 660/CEE del Consiglio del 25 luglio 1978 relativa ai conti annuali di taluni tipi di società E della settima direttiva 83/ 349/CEE del Consiglio del 13 giugno 1983 relativa ai conti consolidati*, 12: «A condizione che un determinato IAS sia compatibile con le disposizioni del diritto nazionale attuative delle direttive contabili, gli Stati membri possono esigere l'applicazione di tale IAS dalle predette società. (...) In tal caso le società in questione restano tuttavia soggette agli obblighi del loro diritto nazionale (...)».

⁸⁷⁰ L. DE ANGELIS, *op. cit.*, 418.

⁸⁷¹ P. SCARIONI –S. MUNI, *op. cit.*, 1811.

⁸⁷² Ecco le scritture contabili conseguenti alla vendita di azioni proprie contabilizzate al costo di acquisto di 400 ed alienate al prezzo di 500:

Azioni proprie	Banca c/c	Riserva sovrapprezzo
400 (i)	(i) 500	100 (ii)*
Riserva azioni proprie in portafoglio	Riserva disponibile	
(ii) 400	400 (ii) 100 (ii)*	

vengono iscritti in conto economico ma incrementano ulteriormente il patrimonio netto; secondo alcuni in particolare questa differenza, essendo assimilabile l'alienazione ad un nuovo apporto di capitale da parte dei soci, sarebbe ascrivibile a sovrapprezzo e andrebbe quindi ad incrementare specificamente la voce *Riserva da sovrapprezzo*.

5.5 La (momentanea?) inconciliabilità degli approcci contabili nazionale ed internazionale

Anche per quanto riguarda la contabilizzazione delle azioni proprie, la profonda differenza che caratterizza il sistema di contabilizzazione nazionale e le regole enunciate dai principi contabili internazionali⁸⁷³ hanno portato alcuni ad invocare l'introduzione di modifiche codicistiche che avvicinino le due normative e assicurino alle «società che applicano gli IAS e quelle che non li applicano (...) condizioni di parità»⁸⁷⁴.

L'approccio nazionale⁸⁷⁵ interpreta l'acquisto di azioni proprie come un *investimento* e considera l'evento nel bilancio come una «operazione permutativa» di denaro contro

* Viene proposta sopra la duplice (ed alternativa) modalità di contabilizzazione della plusvalenza derivante dall'alienazione delle azioni proprie: secondo alcuni tale importo incrementa genericamente la riserva disponibile che ha permesso l'iniziale acquisto di azioni proprie (così M. S. AVI, *op. ult. cit.*, 4319; C. MEZZABOTTA, *op. cit.*, 25 ss.; F. DI CARLO, *Patrimonio netto*, in *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole ed applicazioni*, a cura di L. Potito, Giappichelli, Torino, 2013, 399 (nota n. 13); G. ENNA, *La contabilità d'impresa e I principi contabili nazionale e internazionali*, Cesi, Milano, 2008, 19 ss.); secondo altri invece essa deve essere iscritta nella Riserva sovrapprezzo azioni: così BANCA D'ITALIA, *Circolare n. 262 del 22 dicembre 2005* (2° aggiornamento), 2.5.2: «L'importo delle azioni proprie rivendute è indicato con il segno positivo in corrispondenza della voce "azioni proprie" fino a concorrenza del valore di libro delle azioni stesse. La differenza, positiva o negativa, fra il prezzo di vendita delle azioni proprie e il corrispondente valore di libro è portata, rispettivamente, in aumento o in diminuzione della voce "sovrapprezzi di emissione"; concordi L. ROSSI, *op. cit.*, 799 ss.; S. CAPOLUPO, *op. cit.*, 7151.

⁸⁷³ M. S. AVI, *op. ult. cit.*, 4315 ss. e FONDAZIONE OIC, *Relazione all'ipotesi di attuazione direttive ue 2001/65, 2003/51 e 2006/46 con modifiche al c.c. del 6 maggio 2008*, in www.fondazioneoic.eu propone l'eliminazione dell'obbligo di costituzione della *Riserva azioni proprie in portafoglio* all'atto di acquisto delle azioni, motivando la scelta con l'esigenza «di non avere criteri difformi unicamente per il trattamento contabile delle azioni proprie tra imprese che redigono il bilancio in conformità ai principi contabili internazionali (...) e altre imprese, considerando che tutte le altre norme a riguardo sono le stesse per le due categorie di imprese».

⁸⁷⁴ M. S. AVI, *op. ult. cit.*, 4315.

⁸⁷⁵ Intendendosi con «approccio nazionale» quello proposto dal principio contabile OIC n. 20 e seguito dalla maggior parte della dottrina; risulta invece più simile all'approccio adottato dallo

titoli, che vengono iscritti nell'attivo di bilancio e valutati al pari di ogni altro cespite patrimoniale⁸⁷⁶; i principi internazionali assimilano invece l'acquisto ad una riduzione di capitale, interpretazione che priva di rilevanza ogni qualsivoglia iscrizione e valutazione delle azioni, che non costituiscono cespiti patrimoniali autonomi entranti nel patrimonio.

Una soluzione intermedia potenzialmente risolutiva (se non degli aspetti tecnici della contabilizzazione) quantomeno dello iato interpretativo alla base del fenomeno di acquisto delle azioni proprie, propone di far convivere la natura "additiva" e "riduttiva" dell'acquisto: esso dà sia luogo al sostenimento di un costo di acquisizione di un bene (sostenuto in previsione di essere recuperato tramite l'incasso) sia alla riduzione di un altro costo, quello che l'impresa sopporta per la remunerazione del capitale (effetto tipico della riduzione di capitale)⁸⁷⁷. Ciò che questa ottica onnicomprensiva propone di innovativo è l'inesistenza di contraddizione tra le due funzioni dell'acquisto di azioni proprie e la concezione dell'acquisto come un'operazione *singolare* dai *poliedrici* effetti, fatta salva la considerazione che nello specifico caso l'acquisto di azioni proprie, a seconda della destinazione che gli amministratori imprimono all'operazione, può assumere sotto il profilo soggettivo sembianze più confacenti ad una riduzione di capitale o ad un investimento⁸⁷⁸.

IAS n. 32 quello proposto da G. E. COLOMBO, *op. ult. cit.*, 179 e E. SANTESSO – U. SOSTERO, *op. ult. cit.*, 175 ss. in quanto maggiormente affini all'interpretazione dell'acquisto di azioni proprie secondo la logica della riduzione del capitale piuttosto che all'ottica di investimento.

⁸⁷⁶ P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 110 ss.

⁸⁷⁷ P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 112 ss.

⁸⁷⁸ P. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, 114.

6. Considerazioni finali

6.1 Uno sguardo alla rilevanza del fenomeno nel mercato italiano

Per cogliere l'ampiezza del fenomeno delle azioni proprie nelle società quotate italiane è possibile consultare l'elenco delle comunicazioni delle partecipazioni rilevanti messo periodicamente a disposizione dalla Consob: ai sensi del secondo comma dell'art. 120 TUF infatti tutte le società che emettono azioni o titoli di debito negoziati nei mercati regolamentati di uno Stato membro della Comunità europea sono tenute, se abbiano indicato l'Italia come Stato membro d'origine, a comunicare alla Commissione nazionale per le società e la Borsa le partecipazioni rilevanti (quelle in misura superiore al 2%) che le interessano⁸⁷⁹.

Dalle suddette comunicazioni è possibile quindi estrapolare i dati relativi alle azioni proprie possedute dalla società in misura superiore al 2% del capitale sociale.

Società quotata in un mercato regolamentato della Comunità europea avente l'Italia come stato membro d'origine che possiede azioni proprie	Titolo di possesso	Quota % di azioni proprie posseduta sul capitale votante
Borgosesia Spa	proprietà	19,914
Mittel Spa	proprietà	17,415
M&C Spa	proprietà	13,576
Conafi Prestito' Spa	proprietà	10,010
Dea Capital Spa	proprietà	10,003
Indesit Company Spa	proprietà	9,715
Exor Spa	proprietà	9,700
Azimut Holding Spa	proprietà	7,501
Mid Industry Capital Spa	proprietà	6,629
Arnoldo Mondadori Editore Spa	proprietà	6,067
Irce Spa - Industria Romagnola Conduttori Elettrici	proprietà	5,864
Aeffe Spa	proprietà	5,473
Cir Spa - Compagnie Industriali Riunite	proprietà	5,444
Carraro Spa	proprietà	5,081
Danieli Spa - Officine Meccaniche Danieli & C.	proprietà	5,009
Poligrafica S. Faustino Spa	proprietà	5,007
Ascopiave Spa	proprietà	5,004
Banca Finnat Euramerica Spa	proprietà	5,003

⁸⁷⁹ Art. 120 TUF – Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti: «(...) Coloro che partecipano in un emittente azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine in misura superiore al due per cento del capitale ne danno comunicazione alla società partecipata e alla CONSOB (...)».

Società quotata in un mercato regolamentato della Comunità europea avente l'Italia come stato membro d'origine che possiede azioni proprie	Titolo di possesso	Quota % di azioni proprie posseduta sul capitale votante
Damiani Spa	proprietà	5,003
Ambienthesis Spa	proprietà	5,000
Basic Net Spa	proprietà	5,000
Erg Spa	proprietà	5,000
Itway Spa	proprietà	5,000
Recordati Industria Chimica E Farmaceutica Spa	proprietà	4,910
Elica Spa	proprietà	4,699
Nice Spa	proprietà	4,600
Banca Intermobiliare Di Investimenti E Gestioni Spa	proprietà	4,491
Il Sole 24 Ore Spa	proprietà	4,359
Biancamano Spa ⁸⁸⁰	proprietà	4,000
Italmobiliare Spa	proprietà	3,928
Antichi Pellettieri Spa	proprietà	3,855
Mediaset Spa	proprietà	3,795
Amplifon Spa	proprietà	3,477
Fiat Spa	proprietà	3,226
Mutuionline Spa	proprietà	3,134
Astm Spa	proprietà	2,850
Gas Plus Spa	proprietà	2,644
Giorgio Fedon & Figli Spa	proprietà	2,425
Unipolsai Assicurazioni Spa ⁸⁸¹	proprietà	2,348
Poligrafici Editoriale Spa	proprietà	2,204
Diasorin Spa	proprietà	2,199
Brembo Spa - Freni Brembo	proprietà	2,156
Italcementi Spa Fabbriche Riunite Cemento	proprietà	2,142
Digital Bros Spa	proprietà	2,027
Exprivia Spa	proprietà	2,026
Csp International Fashion Group Spa	proprietà	2,025
Saras Spa Raffinerie Sarde	proprietà	2,024
Interpump Group Spa	proprietà	2,022
Banca Popolare Dell'etruria E Del Lazio Scarl	proprietà	2,021
Engineering - Ingegneria Informatica - Spa	proprietà	2,017
Gruppo Editoriale L'espresso Spa	proprietà	2,015

⁸⁸⁰ Di cui lo 0,885 % è detenuto da Biancamano Spa in qualità di azioni proprie mentre il 2,939% è posseduto da Aimeri Ambiente Srl, una sua controllata.

⁸⁸¹ Di cui solo lo 0,001 % del capitale è detenuto direttamente da Unipolsai Assicurazioni Spa in qualità di azioni proprie, essendo gli altri pacchetti azionari indirettamente in suo possesso tramite diverse sue controllate: International Sa ne possiede lo 0,056%; Fondiaria-Sai Nederland Bv ne possiede lo 0,42%; Finadin Spa ne possiede l'1,708%; Popolare Vita ne possiede lo 0,005%; Sai Holding Italia Spa ne possiede lo 0,143%; Pronto Assistance Spa ne possiede lo 0,015%.

Società quotata in un mercato regolamentato della Comunità europea avente l'Italia come stato membro d'origine che possiede azioni proprie	Titolo di possesso	Quota % di azioni proprie posseduta sul capitale votante
Dmail Group Spa	proprietà	2,007
Banca Profilo Spa	proprietà	2,006
Gruppo Ceramiche Ricchetti Spa	proprietà	2,004
I Grandi Viaggi Spa	proprietà	2,002

Fonte: Consob. Dati aggiornati al 01.05.2014

La tabella riporta dunque in ordine decrescente, in base alla quota percentuale di azioni proprie possedute, l'elenco delle 53 società che possiedono un pacchetto di azioni proprie *rilevante*, che rappresentano circa un quarto di tutte le 216 società quotate in un mercato europeo aventi l'Italia come Stato d'origine.

Giova innanzitutto ricordare che il limite massimo di azioni proprie accordato dal comma terzo dell'art. 2357 c.c. alle le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio è pari ad un quinto del capitale sociale, computandosi a tal fine anche le azioni eventualmente possedute da società controllate (circostanza di cui si è tenuto conto nel caso di Biancamano Spa e di Unipolsai Assicurazioni Spa).

Le società che detengono le interessenze più significative sono Borgosesia Spa (19,914%), Mittel Spa (17,415%) e M&C Spa (13,576%) che superano abbondantemente il decimo del capitale, mentre le altre società si collocano perlopiù in intorni del due e del cinque per cento.

L'assenza di informazioni più precise ed aggiornate in merito alle altre 208 società quotate non consente di stabilire puntualmente quante delle società quotate italiane⁸⁸² effettivamente ricorrano allo strumento delle azioni proprie. Tuttavia l'osservazione che più di 3 società quotate su 4⁸⁸³ non detengano azioni proprie o ne possiedano un pacchetto inferiore al 2% del capitale sociale, conduce a ritenere che il novero di possibili finalità che tali società potrebbero astrattamente perseguire sia necessariamente ristretto, alla luce degli esigui volumi di azioni proprie posseduti: difficilmente potranno essere utilizzati come strumenti di opposizione a scalate ostili,

⁸⁸² Sempreché di società *italiane* si possa parlare avendo riguardo alla definizione di cui art. 1 co. 1 lett. *w-quater*) TUF, che comprende le società che abbiano sede in Italia o che abbiano presentato la prima domanda di ammissione alle negoziazioni in Italia (o che hanno successivamente scelto l'Italia come Stato membro d'origine quando tale prima domanda di ammissione non è stata effettuata in base a una propria scelta).

⁸⁸³ Dal momento che delle 216 società quotate tenute alla comunicazione riguardante l'azionariato rilevante, solo 53 segnalano una partecipazione rilevante di azioni proprie pari o superiore al 2% del capitale sociale.

difficilmente costituiranno elemento determinante per il rafforzamento del controllo del gruppo di comando, così come difficilmente potranno consentire di operare riduzioni di capitale che non coinvolgano le azioni in circolazione.

6.2 Conclusioni

Il fenomeno dell'acquisto di azioni proprie, come appare anche ad una prima analisi superficiale, presenta un notevole grado di ambiguità ed è suscettibile di diverse interpretazioni, dal momento che si presta al perseguimento di svariate differenti finalità.

Mentre la linea di tendenza evolutiva della percezione del ruolo di questo strumento (partendo dalla diffidenza verso una tolleranza controllata) risulta chiara, meno lineare risulta la successione dei singoli provvedimenti che sono intervenuti sulla disciplina; la quale è tornata sui suoi passi più di una volta (come nel caso dell'assegnazione del diritto di opzione o la previsione di un limite di acquisto di azioni proprie in proporzione al capitale sociale sottoscritto) ed ha subito l'influenza tanto dalle tendenze proposte dalla normativa europea quanto dalle direttive interpretative espresse dalla dottrina nazionale.

6.2.1 Uno strumento necessario

L'evoluzione storica della legislazione italiana riguardante le azioni proprie mostra che un'iniziale diffidenza dell'ordinamento si è gradualmente tramutata in una disciplina via via più permissiva e tollerante, per quanto ancora rigidamente dettagliata.

L'attuale scenario economico, l'ampiezza del panorama competitivo e la crescente interconnessione fra le diverse economie del mondo ha imposto negli ultimi decenni (ed oggi più che mai impone) al Legislatore di ammodernare il proprio impianto giuridico per fornire alle imprese nazionali tutti gli strumenti utili per competere alla pari con i propri concorrenti, che operano mediante istituti e strutture talvolta sconosciuti al nostro sistema. Può accadere dunque che la decisione di introdurre in un ordinamento nazionale un istituto *ex novo* o di operarne una modifica possa prescindere dalla coerenza dell'innovazione con il sistema previgente e sia resa necessaria dalla "mera"

esigenza di adattamento al contesto internazionale, avendo riguardo a pure valutazioni di convenienza più che a veri e propri giudizi di valore e di opportunità.

Le precedenti considerazioni possono essere ritenute valide anche per la vicenda dell'acquisto e delle altre operazioni sulle azioni proprie, che nonostante le iniziali perplessità hanno beneficiato di un percorso di "liberalizzazione" trainato soprattutto dalla normativa europea, che ha giocato un ruolo fondamentale per l'uniformazione della disciplina delle azioni proprie dei diversi Stati membri ed ha agevolato la creazione di una percezione uniformemente accettata del fenomeno.

L'iniziale scetticismo verso la reale portata di questo strumento non si è però mai sopita: l'uso spregiudicato dell'acquisto di azioni proprie e l'esito aberrante a cui (ancora oggi, entro certi limiti) può condurre hanno sempre alimentato, nei decenni, una profonda diffidenza verso lo strumento: l'immagine di una società che si autofagociti acquistando tutte le azioni in circolazione e diventando (l'unica) socia di se stessa mette effettivamente in dubbio la sua capacità di perseguire lo scopo tipico di ogni società (arrecare un generico *vantaggio* ascrivibile alla sfera patrimoniale o giuridica dei propri soci).

Un ulteriore profilo di ombrosità dell'istituto deriva dalla ristrettezza dell'ambito di utilizzo dello strumento delle azioni proprie, che viene negato alle società a responsabilità limitata. Se l'acquisto e la gestione di proprie partecipazioni da parte della società che le ha emesse rappresentano uno strumento utile per muoversi più agevolmente nell'ambiente competitivo, le medesime istanze di flessibilità e competitività dovrebbero provenire in egual misura tanto dalle imprese costituite nella forma di s.p.a. e s.a.p.a. quanto da quelle aventi la forma di s.r.l.; la normativa ancora oggi vigente tuttavia consente solo ai primi due tipi l'acquisto di proprie partecipazioni. Ciò non significa però che il divieto imposto alle s.r.l. sia del tutto arbitrario e privo di senso, anzi: la dottrina ha negli anni elaborato una serie di teorie per spiegare questa disparità di trattamento, traendo, come è evidente, spunto dalle altre norme che disciplinano il diritto societario. Questo conduce inevitabilmente alla constatazione che l'eliminazione del divieto a carico delle s.r.l., semmai verrà portata a compimento, non potrà che porsi in contrasto rispetto all'intima natura ed ai tratti caratteristici che distinguono ancora oggi una s.r.l. da una s.p.a.

6.2.2 Verso un'interpretazione comune?

Proprio alla luce della *sostanziale* uniformità delle discipline europee in materia, appare assai criticabile l'inconciliabilità tra il metodo di contabilizzazione proposto dai principi contabili internazionali e quello suggerito dal Codice Civile, atteso che, come si è già precedentemente e ampiamente illustrato, la rappresentazione del fenomeno nel bilancio di esercizio sottintende una precisa impostazione interpretativa riguardo al ruolo che tali azioni giocano nella composizione del patrimonio sociale.

Il ruolo di ambiguità giocato dalle azioni proprie, in particolare, assume il massimo rilievo quando sia in gioco la valutazione della società che le possiede: la possibilità di acquistare, detenere e vendere azioni proprie e l'opportunità di iscriverle in bilancio dipendono infatti dalla considerazione del contributo che esse apportano al patrimonio della società. Tuttavia, ad una più attenta analisi non sfuggirà che il trattamento che il Legislatore impone alle azioni proprie (l'opportunità della loro iscrizione in bilancio e la presenza di eventuali altri limiti imposti all'operazione) assuma scarso rilievo alla luce dei veri *driver* del valore, ossia: i flussi di cassa dell'investimento azionario, il profilo di rischio e l'orizzonte temporale dell'investimento. Nella logica finanziaria, dunque, la detenzione delle azioni proprie non genera di per sé alcun incremento di valore (ma costituisce, semmai, un impiego di capitale della cui convenienza l'impresa si dovrebbe preventivamente accertare); parimenti la successione di acquisti e vendite di azioni proprie non dovrebbe alterare la misura del valore dell'impresa, giacché essi non incidono sui suddetti elementi determinanti del valore e non apportano alla società che benefici effimeri e temporanei.

In sintesi, non si può dunque negare che le azioni proprie rappresentino una fonte di opacità per i soggetti che si rapportano alla società (anche in accomandita) per azioni che le utilizza; ma va anche riconosciuto che esse non rappresentano certo l'unico istituto dell'ordinamento societario dotato di una qualche ambiguità, anzi: l'attuale analiticità della disciplina legislativa imposta per l'utilizzo di questo strumento sembra costituire un giusto compromesso tra esigenze di tutela dei terzi ed istanze di flessibilità dell'impresa.

7. Bibliografia

AA.VV., *Il capitale sociale oggi*, in *Rivista diritto impresa*, 2006, 3.

AA.VV., *Il nuovo diritto societario. Le nuove società di capitali e cooperative*, diretto da F. Galgano, Cedam, Padova, 2006.

AA.VV., *Bilancio consolidato*, Milano, Il sole24ore, 2011.

ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri – G Presti – F. Vella, Il Mulino, Bologna, 2006.

ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri – G Presti – F. Vella, Il Mulino, Bologna, 2003.

P. ABBADESSA, *La competenza assembleare in materia di gestione nelle spa: dal codice alla riforma*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*, Giappichelli, Torino, 2010.

P. ABBADESSA – A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Rivista delle Società*, 2010, 2-3, 269.

N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Cedam, Padova, 2010.

N. ABRIANI, *Il capitale sociale dopo la "nuova" seconda direttiva e d.lg. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. «semplificazione» della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2009, 227.

N. ABUAF, *Excess cash and shareholder payout strategies*, in *Journal of applied corporate finance*, 2012, 24, 3, 39.

A. ALBANESE, *Operazioni sulle azioni proprie (e leveraged buy out) nel nuovo diritto societario*, in *Contratto e impresa*, 2007, 353.

A. ALBANESE, *Acquisto o sottoscrizione di azioni proprie e responsabilità degli amministratori*, in *La responsabilità civile*, 2005, 453.

A. ALBANESE, *Azioni o quote proprie e divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.*, in *La responsabilità civile*, 2005, 555.

A. ANGELILLIS, *Commento a Cass. 4 agosto 2009, n. 17936, sez. I*, in *Foro italiano*, 2010, 1857.

R. ANNARATONE, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie. Altre operazioni sulle proprie azioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2009, 454.

V. ANTONELLI, *Assegnazione di azioni proprie ai soci: profili fiscali*, in *Contabilità Finanza e Controllo*, 2013, 6, 5.

V. ANTONELLI, *Le azioni proprie: profili contabili*, in *Contabilità Finanza e controllo*, 2013, 4, 5.

- A. ANTONUCCI, *La disciplina della detenzione di azioni proprie*, in *Problemi in tema di formazione del capitale e operazioni sulle azioni proprie*, a cura di A. Patroni Griffi – L. Buttaro, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 1993, 143.
- A. ANTONUCCI, *Acquisto di azioni proprie: dall'invalidità del contratto all'obbligo di alienazione*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Giuffrè, Milano, 1984, 381.
- A. ANTONUCCI, *Sui diritti inerenti alle azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Giuffrè, Milano, 1984, 405.
- M. ARATO, *Modificazione dello statuto e operazioni sul capitale*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di P. Abbadessa – O. Cagnasso – L. Panzani, Zanichelli, Bologna, 2010, 1318.
- L. ARDIZZONE, *L'informazione al mercato nel «trading» di azioni proprie*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2013, 1, 287.
- L. ARDIZZONE, *Le azioni proprie nella fusione e nella scissione*, Giuffrè, Milano, 2011.
- L. ARDIZZONE, *Le azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie*, in *Rivista delle società*, 2008, 1167.
- L. ARDIZZONE, *Incidenza delle azioni proprie sul quorum dell'assemblea ordinaria in seconda convocazione*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2006, 131.
- A. ARRIGONI, *Le azioni proprie divengono “di gruppo”*, in *Contratti*, 1994, 455.
- L. S. ASJEET – M. M. VIVEK, *The Role of Executive Stock Options in On-Market Share Buybacks*, in *International Review of Finance*, 2010, 34, 5-6, 339.
- P. ASQUITH – D. W. MULLINS jr., *Signaling with dividends, stock repurchases, and equity issues*, in *Financial management*, 1986, 15, 3, 27.
- ASSONIME, *Circolare n. 19/2011*, in *Rivista delle società*, 2011, 5, 986.
- ASSONIME, *Circolare n. 22/2009*, in *Rivista delle società*, 2009, 4, 836.
- ASSONIME, *Circolare n. 99/1994*, in *Rivista delle società*, 1994, 888.
- ASSONIME, *Circolare n. 18 del 20 febbraio 1986*, in *Rivista delle società*, 1986, 291.
- ASSONIME, *Circolare n. 85/1977*, in *Rivista delle società*, 1977, 724.
- N. ATLANTE, *Casi pratici in tema di aumento gratuito del capitale nelle società per azioni non quotate*, in *Rivista del Notariato*, 2008, 3, 527.
- M. S. AVI, *Management accounting. Financial analysis*, EIF-e.Book, 2012.
- M. S. AVI, *Bilancio riclassificato e analisi per indici e flussi*, Il sole 24 ORE, Milano, 2007.
- M. S. AVI, *Acquisto sul mercato di azioni proprie: il punto della situazione giuridico-contabile*, in *Il fisco*, 2006, 1, 4303.

- M. S. AVI, *Le azioni proprie nel bilancio d'esercizio: aspetti valutativi, riclassificatori e contabili*, in *Le società*, 2004, 19.
- M. BAGLIONI, *Le offerte pubbliche di azioni e l'opa obbligatoria*, in *Il Corriere Giuridico*, 1992, 4, 357.
- D. BALDUCCI, *Il bilancio d'esercizio. Principi contabili nazionali e internazionali IAS/IFRS*, Fag, Milano, 2007.
- P. BALZARINI, *Valutazione in bilancio delle azioni proprie in portafoglio*, in *Le Società*, 1994, 230.
- BANCA D'ITALIA, *Circolare n. 262 del 22 dicembre 2005 (2° aggiornamento)*, in www.bancaditalia.it
- M. F. BARONI, *Commento all'art. 2474*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, Padova, 2005, 1925.
- A. BENOCCI, *Azioni proprie [aggiornamento-2007]*, in *Digesto commerciale*, Utet, Torino, 95.
- A. BERTOLOTTI, *Azioni proprie, quorum assembleare alla luce del (nuovo) 2° comma dell'art. 2357 c.c.*, in *Giurisprudenza italiana*, 2013, 84.
- U. BESSO – P. COMUZZI – G. VARCASIA, *Acquisto di azioni proprie. Tematiche civilistiche, implicazioni fiscali*, Giuffrè, Milano, 2002.
- A. BHARGAVA, *An econometric analysis of dividends and share repurchases by US firms*, in *Journal of the Royal Statistical Society*, 2010, 173, 3, 631.
- S. BHATTACHARYA, *Imperfect information, dividend policy and the "bird in the hand" fallacy*, in *Bell journal of economics*, 1979, 10, 259.
- L. A. BIANCHI, *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società di capitali*, in AA.VV., *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. BENAZZO – S. PATRIARCA – G. PRESTI, Giuffrè, Milano, 2003, 82.
- L. A. BIANCHI, *Corporate governance: considerazioni introduttive*, in *Rivista delle società*, 1996, 406.
- M. BIONE, *Sub. artt. 2357-2358*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Nicolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, 350.
- M. BIONE, *Sub. art. 2360*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Nicolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, Jovene, 2004, 409.
- F. BLACK, *The dividend puzzle*, in *Journal of portfolio management*, 1976, 2, 5.
- F. BLACK – M. SCHOLES, *The pricing of options and corporate liabilities*, in *Journal of political economy*, 1973, 81, 3, 637.
- F. BOCHICCHIO, *Buy back e riduzione del capitale sociale. integrità del capitale e autonomia nella determinazione della compagine societaria*, Cedam, Padova, 2000.
- E. BOCCHINI, *Diritto della contabilità e delle imprese. Il bilancio d'esercizio*, Utet, Torino, 2010.

- L. BOGGIO, *La nuova disciplina delle partecipazioni nella controllante: il limite del decimo di capitale e le "circostanze sopravvenute" che ne possono determinare il superamento*, in *Rivista delle società*, 1995, 518.
- C. BOLOGNESI, *Commento agli artt. 2357 – 2358 c.c.*, in *Commentario breve al diritto delle società*, diretto da A. Maffei Alberti, Cedam, Padova, 2007, 348.
- E. E. BONAVERA, *Computo delle azioni proprie ai fini del calcolo delle maggioranze in assemblea*, in *Le società*, 2012, 1278.
- P. BONAZZA, *Relazioni delle 'azioni proprie' in portafoglio con il bilancio di esercizio e con le valutazioni del capitale economico e di pacchetti azionari*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2001, 4, 503.
- G. BONAZZA – P. BONAZZA, *Acquisto di azioni proprie dalle norme Ue al codice civile*, in *Diritto e pratica delle società*, 2010, 7, 37.
- G. BONFANTE, *Commento all'art. 2522*, in *Commentario del codice civile Scajola Branca*, a cura di F. Galgano, Zanichelli, Bologna, 1999, 439.
- A. BORGOGGIO, *Assegnazione di azioni proprie a titolo di dividendo*, in *Il fisco*, 2012, 2, 1191.
- A. BUSANI – M. SAGLIOCCA, *Azioni riscattabili: coordinamento problematico con la disciplina delle azioni proprie e del recesso*, in *Le società*, 2012, 157.
- L. BUTTARO – A. PATRONI GRIFFI, *Presentazione*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Giuffrè, Milano, 1984.
- S. CACCHI PESSANI, *Le azioni proprie nei presupposti delle offerte pubbliche di acquisto obbligatorie*, in *Rivista delle società*, 2004, 277.
- O. CAGNASSO, *Le operazioni sulle proprie azioni*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di P. Abadessa – O. Cagnasso – L. Panzani, Zanichelli, Bologna, 2010, 425.
- O. CAGNASSO, *Azioni di società*, in *Digesto commerciale*, II, Utet, Torino, 1987.
- G. F. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, Utet, Torino, 2010.
- G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger- leveraged buyout nella riforma societaria, con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in *Rivista del notariato*, 2008, 1029.
- A. CAPRARA, *Il leasing finanziario di azioni e la disciplina delle azioni proprie*, in *Le Società*, 2003, 687.
- G. CAPO, *La società per azioni. La costituzione e la nullità della società. Le modificazioni statutarie*, Giappichelli, Torino, 2010.
- S. CAPOLUPO, *L'acquisto di azioni proprie: effetti dei differenti criteri di contabilizzazione*, in *Il fisco*, 2008, 1, 7146.
- F. CARBONETTI, *Azioni proprie e quorum assembleari*, in *Le società*, 2013, 168.

- F. CARBONETTI, *Acquisto del pegno sulle proprie azioni per effetto di fusione*, in *Rivista delle società* 1995, 575.
- F. CARBONETTI, *Acquisto di azioni proprie ed esistenza degli utili e riserve «risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato»*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1988, II, 430.
- F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1988.
- F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie e patrimonio sociale*, in *Rivista delle società*, 1982, 1120.
- G. CARCANO, *Acquisto di azioni proprie come tecnica di difesa dalle scalate: la CEE rafforza il divieto*, in *Rivista delle società*, 1992, 1310.
- G. CARCANO, *Riscatto di azioni e azioni riscattabili*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1983, II, 506.
- P. CARRIERE, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Le Società*, 2010, 7.
- F. CARRIROLO, *Assegnazione di azioni proprie ai soci a titolo di dividendo*, in *Consulenza*, 2012, 16, 15.
- M. CASTELLANO, *Riserve e organizzazione patrimoniale nelle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2000.
- P. CASTELLANO, *Problematiche della fusione inversa*, in *Rivista del Notariato*, 2008, 1.
- S. CENNERAZZO, *Sui rapporti tra il divieto di accordare prestiti per la sottoscrizione di partecipazioni proprie e la rinuncia della società a proseguire un'azione giudiziale*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, 553.
- F. CENTONZE, *Il problema della responsabilità penale degli organi di controllo per omesso impedimento degli illeciti societari (una lettura critica della recente giurisprudenza)*, in *Rivista delle società*, 2012, 317.
- M. CENTONZE, *Riflessioni sulla disciplina del riscatto azionario da parte della società*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2005, I, 50.
- S. A. CERRATO, *Le azioni proprie tra diritto interno riformato e prospettive comunitarie*, in *Rivista delle società*, 2004, 330.
- E. CERVIO, *Passa il diritto di acquisto di azioni proprie*, in *Guida al diritto*, 2008, 91.
- C. CESCHEL, *Acquisto di azioni proprie: capitale effettivo o capitale approvato all'ultimo bilancio?*, in www.dirittoegiustizia.it, 2011.
- G. CHIARION CASONI – S. M. D'ARCANGELO, *Annullamento di azioni proprie acquistate a seguito di una fusione inversa: aspetti fiscali*, in *Il fisco*, 2005, 1, 1588.
- M. CIAN, *Sub. artt. 2357 - 2358*, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian- A. Trabucchi, Cedam, Padova, 2004, 2493.
- M. CIAN, *Sub. artt. 2357 - 2358*, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian – A. Trabucchi, Cedam, Padova, 2001, 2385.

- C. CINCOTTI, *Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria. Commento a Cass. civ. sez. I, sentenza 04/08/2009*, n. 17936, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, II, 1106.
- C. CINCOTTI, *Merger leveraged buy-out, sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento*, in *Rivista delle Società*, 2011, 634.
- M. CLEMENTI – G. LUSCHI – A. TRON, *Le operazioni di leveraged buy out*, Ipsoa, Milano, 2006.
- A. COLAVOLPE, *Azioni e altri strumenti partecipativi*, Giuffrè, Milano, 2010.
- G. E. COLOMBO, *Per una disciplina «comune» delle partecipazioni reciproche*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2000, I, 813.
- G. E. COLOMBO, *Illiceità del bilancio per incompletezza informativa*, in *Le società*, 1997, 176.
- G. E. COLOMBO, *Il bilancio d'esercizio*, in AA.VV., *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo - G. B. Portale, Torino, Utet, 1994, 23.
- G. E. COLOMBO, *La "riserva" azioni proprie*, in AA.VV., *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, a cura di G. Castellano, Giuffrè, Milano, 1986, 167.
- G. E. COLOMBO, *Relazione generale. Le poste del passivo e la disciplina del patrimonio netto*, in AA.VV., *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, a cura di G. Castellano, Giuffrè, Milano, 1986, 3.
- COMMISSIONE EUROPEA, *Osservazioni riguardanti taluni articoli del regolamento (CE) n. 1602/2002 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, relativo all'applicazione di principi contabili internazionali, della quarta direttiva 78/ 660/CEE del Consiglio del 25 luglio 1978 relativa ai conti annuali di taluni tipi di società E della settima direttiva 83/ 349/CEE del Consiglio del 13 giugno 1983 relativa ai conti consolidati*.
- P. COMUZZI, *Acquisto di azioni proprie oltre il limite legale e riduzione del capitale sociale*, in *Diritto e pratica delle società*, 2006, 7, 27.
- P. COMUZZI, *Azioni proprie e patti di sindacato di blocco*, in *Diritto e pratica delle società*, 2004, 8, 27.
- CONFINDUSTRIA, *Schema di decreto legislativo per l'attuazione della Direttiva 2006/68/CE, che modifica la Direttiva 77/91/CE sulla costituzione delle società per azioni e sulla salvaguardia e modificazioni del loro capitale sociale. Osservazioni di Confindustria*, 30 maggio 2008, in www.confindustria.it.
- F. CORSI, *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante)*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 243.
- L. COSSAR – D. STEVANATO, *L'assegnazione di "azioni proprie" come dividendi al vaglio dell'Agenzia delle Entrate*, in *Dialoghi tributari*, 2011, 162.
- G. COTTINO, *Diritto commerciale*, Padova, Cedam, 1976.

F. CORSI, *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante)*, in AA.VV., *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r.30/86*, a cura di Predieri, Firenze, 1987, 243.

A. CROCE – D. DAMINELLI – G. GIUDICI, *Stock repurchases and future operating performance: empirical evidence from Italy*, in *Investment management and financial innovations*, 2008, 5, 1, 74.

L. CROTTI, *Società quotata e riduzione scindibile mediante acquisto ed annullamento di azioni proprie*, in *Vita notarile*, 2009, 451.

L. CURSIO, *Natura giuridica del fondo azioni proprie*, in AA.VV., *Riserve e fondi nel bilancio d'esercizio*, a cura di G. Castellano, Giuffrè, Milano, 1986, 181.

E. CUSA, *Le riduzioni di capitale nelle società cooperative*, in *Rivista delle Società*, 2010, 2-3, 471.

F. D'ALESSANDRO, *Le azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in A.A.V.V., *Diritto commerciale*, Monduzzi, Bologna, 2010.

P. DAL SOGLIO, *Azioni proprie e quorum assembleari prima e dopo il d. lgs. 29 novembre 2010, n. 224. commento a Tribunale civile, Milano, sentenza 28/04/2012*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2013, II, 322.

A. DALMARTELLO, *Ammissibilità del c.d. «trading» di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 1983, 649.

A. DAMODARAN, *Applied corporate finance*, John Wiley & Sons Inc., 2011.

A. DAMODARAN, *Finanza aziendale*, Apogeo, Milano, 2006.

G. DE PETRA, *Azioni proprie e diritto di concambio nel d.lgs. 22/1991 e adeguamento alla III direttiva Cee in materia di fusioni societarie*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1992, I, 207.

I. DEMURO, *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di proprie azioni*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, I, 229.

A. DENTAMARO, *Spunti di riflessioni sul divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Cacucci, Bari, 2011, 417.

A. DENTAMARO, *Le azioni*, in AA. VV., *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino, Zanichelli, Torino, 2009, 209.

F. DEZZANI – P. P. BIANCONE – D. BUSSO, *Ias/Ifrs*, Ipsoa, Milano, 2012.

F. DEZZANI – L. DEZZANI, *Azioni proprie assegnate a titolo di dividendo: trattamento fiscale*, in *Il fisco*, 2012, 1, 1417.

F. DEZZANI – L. DEZZANI, *Azioni proprie assegnate ai soci a titolo di dividendo – Trattamento contabile e fiscale*, in *Il fisco*, 2011, 1, 2635.

F. DEZZANI – L. DEZZANI, *Azioni proprie: acquisti e vendite e loro rappresentazione in bilancio*, in *Il Fisco*, 2007, 1, 6901.

F. DEZZANI – L. DEZZANI, *Azioni proprie in portafoglio assegnate ai soci quale dividendo. Trattamento contabile*, in *Il Fisco*, 2009, 1, 5057.

L. DE ANGELIS, *Elementi di diritto contabile*, Giuffrè, Milano, 2013.

L. DE ANGELIS, *La valutazione delle partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie nel bilancio d'esercizio. Il criterio del costo*, Giuffrè, Milano, 2007.

L. DE ANGELIS, *Considerazioni sulla valutazione delle azioni proprie nel bilancio d'esercizio e sulla correlativa riserva*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, I, 48.

U. DE DOMINICIS, *Le negoziazioni di quote di capitale delle società commerciali*, Utet, Torino, 1937.

A. DE GREGORIO, *L'acquisto delle azioni di una società anonima per conto della stessa società e l'art. 144 cod. di commercio*, in *Studi di Diritto Commerciale in Onore di Cesare Vivante*, I, Roma, 1931, 377.

A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Utet, Torino, 1938.

N. DE LUCA, *Riserve indisponibili, riserve indisponibili e incidenza delle perdite*, in *Rivista delle Società*, 2013, 464.

N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Giappichelli, Torino, 2012.

N. DE LUCA, *Conferimenti in natura senza stima e azioni proprie: re "melius" perpensa?*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2012, I, 355.

N. DE LUCA, *Purgazione del bilancio dalle perdite e informazione preassembleare. Spunti per una riflessione intorno agli interessi protetti nelle riduzioni di capitale*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2008 II, 974.

N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, Giappichelli, Torino, 2007.

N. DE LUCA – A. DE BIASI – P. TULLIO – R. ANNARATONE, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2009, 425.

I. DE SANTIS, *Annullamento di azioni proprie e riduzione del capitale sociale*, in *Diritto e pratica delle società*, 2005, 3, 22.

F. DI CARLO, *Patrimonio netto*, in *Il bilancio secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. Regole ed applicazioni*, a cura di L. Potito, Giappichelli, Torino, 2013.

M. DI RIENZO, *Il divieto di operazioni sulle proprie quote della società a responsabilità limitata*, in *Rivista Società*, 1992, 162.

F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Giuffrè, Milano, 2005.

A. DITTMAR, *Corporate cash policy and how to manage it with stock repurchases*, in *Journal of applied corporate finance*, 2008, 20, 3, 22.

- A. A. DOLMETTA, *Sulle conseguenze civilistiche dell'acquisto di azioni proprie compiuto in violazione dei divieti di legge*, in *Rivista delle società*, 1996, 338.
- A. DONESANA, *La funzione inversa tra annullamento di azioni proprie e disavanzo di fusione*, in *Rassegna tributaria*, 2001, 5, 1341.
- G. ENNA, *La contabilità d'impresa e I principi contabili nazionale e internazionali*, Cesi, Milano, 2008.
- L. ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2005, I, 60.
- F. FANTI, *Sui limiti all'acquisto di azioni proprie*, in *Le società*, 2011, 893.
- M. FAZZINI, *Bilancio, prospetto, relazioni: nuovi obblighi d'informazione*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 273.
- G. FERNANDEZ, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni nella s.r.l.*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2010, II, 763.
- F. FERRARA jr., *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 1952.
- F. FERRARA jr. – F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2011.
- M. P. FERRARI, *Decreto legislativo n. 142/2008: conferimenti, acquisto di azioni proprie e altre operazioni della società sulle proprie azioni*, in *Le società*, 2008, 1425.
- G. FERRARINI, *Le difese contro le o.p.a. ostili: analisi economica e comparazione*, in *Rivista delle società*, 2000, 5, 737.
- G. FERRI, *Diritto societario e corporate governance: modelli assoluti o storicamente determinati?*, in AA.VV., *il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. BENAZZO – S. PATRIARCA – G. PRESTI, Milano, 2003, 261.
- G. FERRI jr., *La nuova disciplina dei conferimenti in natura in società per azioni: considerazioni generali*, in *Rivista delle società*, 2009, 253.
- P. FERRO– LUZZI, *L'antropofagia societaria; riflessioni sulla natura e sulle vicende delle azioni proprie in portafoglio*, in *Rivista delle società*, 2001, 1276.
- G. M. FLICK, *Il D.P.R. n. 30/1986: profili e interrogativi penali*, in *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, a cura di A. Predieri, Passigli editori, Firenze, 1987, 383.
- FONDAZIONE OIC, *Relazione all'ipotesi di attuazione direttive ue 2001/65, 2003/51 e 2006/46 con modifiche al c.c. del 6 maggio 2008*, in www.fondazioneoic.eu.
- S. FORTUNATO, *Accettazione in garanzia di azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Giuffrè, Milano, 1984, 461.

- S. FORTUNATO, *Acquisto di azioni proprie: finanziamento e contabilizzazione*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Giuffrè, Milano, 1984, 309.
- S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Giuffrè, Milano, 1984, 427.
- G. FRE', *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di A. Scialoja – G. Branca, Zanichelli, Bologna, 1972.
- M. GABELLI, *L'assegnazione di azioni proprie è assimilabile all'aumento gratuito di capitale (Risoluzione Agenzia delle Entrate 7 febbraio 2012, n. 12/E)*, in *Le Società*, 2012, 350.
- F. GALGANO, *Diritto privato*, Cedam, Padova, 2012.
- F. GALGANO, *Diritto commerciale. Le società*, Zanichelli, Bologna, 2003.
- F. GALGANO, *Sub. artt. 2357 – 2358*, in *Commentario al codice civile*, diretto da P. Cendon, Utet, Torino, 1991, 963.
- F. GAGLIARDI, *L'assegnazione di azioni proprie è distribuzione di dividendi*, in *Pratica Fiscale e professionale*, 2012, 11, 45.
- GALLETTI, *Leveraged buy out ed interessi tutelati: appunti per la ricostruzione della fattispecie*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2008, I, 433.
- A. GHINI, *Formalità e compiti gestori per acquisto di azioni proprie e della controllante*, in *Le società*, 2007, 29.
- F. GHISELLI, *L'influenza delle azioni proprie nella determinazione del controllo nel consolidato fiscale nazionale effettivo e "virtuale"*, in *Il fisco*, 2008, 1, 7495.
- E. GINEVRA, *Azioni proprie, quorum assembleari e tipologia societaria*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, II, 316.
- E. GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, 3, 316.
- E. GINEVRA, *La sottoscrizione di azioni proprie*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di ABADESSA – PORTALE, Torino, 2007, 681.
- L. GIORGIO, *Sottoscrizioni di azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Giuffrè, Milano, 1984, 247.
- R. GRANATA, *Assemblea ordinaria delle società per azioni: calcolo della maggioranza assoluta, in prima convocazione, delle azioni proprie e quorum deliberativo, in seconda convocazione*, in *Giustizia civile*, 2005, II, 223.
- F. GRANDE STEVENS, *Questioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 1982, 529.
- A. GRAZIANI, *Diritto delle società*, Morano, Napoli, 1962.

- C. GRIPPA, *Le modalità di acquisto di azioni proprie da parte di società quotate*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2003, I, 729.
- G. GROSSO, *Rassegna di problematiche in tema di scissione*, in *Rivista del Notariato*, 2008, 3, 697.
- G. GRULLON – R. MICHAELY, *The information content of share repurchase programs*, in *The journal of finance*, 2004, LIX, 3, 651.
- L. GUAGLIANONE, *Azionariato dei dipendenti e governo di impresa*, in *Diritto delle relazioni industriali*, 2002, 271.
- S. GUIDANTONI - S. PALCHETTI, *Gli effetti dell'applicazione dei principi contabili internazionali alle pmi: un'analisi empirica*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2013, 1, 91.
- F. GUERRERA, *Trasformazione, fusione e scissione*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Giuffrè, Milano, 2006, 409.
- B. GUP – D. NAM, *Stock buybacks, corporate performance, and EVA*, in *Journal of applied corporate finance*, 2011, 14, 1, 99.
- D. N. HURTT – J. G. KREUZE – S. A. LANGSAM, *Stock buybacks and their association with stock option exercised in the IT Industry*, in *American Journal of business*, 2008, 23, 1, 13.
- M. C. JENSEN, *Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers*, in *American Economic Review*, 1986, 76, 323.
- A. KESWANI - J. YANG - S. YOUNG, *Do Share Buybacks Provide Price Support? Evidence From Mandatory Non-Trading Periods*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 2007, 34, 5-6, 840.
- C. M. KHALE, *When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options*, in *Journal of Financial Economics*, 2002, 63, 235.
- U. LA PORTA, *La collocazione della riserva per azioni proprie nel bilancio della società*, in *Le Società*, 2001, 152.
- M. LACCHINI – R. TREQUARTINI, *I principi di redazione del bilancio di esercizio nel paradigma IAS/IFRS*, Cedam, Padova, 2007.
- F. LAURINI, *La scissione*, in *Rivista del notariato*, 1991, I, 577.
- G. LAURINI, *La scissione di società*, in *Rivista del notariato*, 1991, I, 921.
- C. LEE - P. ALAM, *Stock Option Measures and the Stock Repurchase Decision*, in *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 2004, 23, 329.
- B. LIBONATI, *Formazione del bilancio e destinazione degli utili*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 1978.
- F. LIZZA, *L'acquisto di azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1983.
- B. LO GIUDICE, *Acquisto di quote o azioni proprie da parte di un confidi operante in forma di società cooperativa. Studio n. 59 – 2006/I*, in www.notariato.it.

- M. C. LUPETTI, *Se i limiti all'acquisto di azioni della controllante da parte di società controllata si applichino anche al caso di controllo indiretto*, in *Rivista del notariato*, 2003, II, 1608.
- M. MALTONI, *Brevi considerazioni sulla disciplina dell'art. 2343-ter c.c.*, in *Rivista del Notariato*, 2009, 2, 387.
- S.W. MANDRA', *Limiti all'acquisto di azioni emesse dalla controllante da parte di controllata indiretta*, in *Notariato*, 2003, 571.
- R. MAGGI, *I limiti impliciti all'acquisto di azioni proprie*, in *Le Società*, 2013, 806.
- P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Rivista del notariato*, 1991, 17.
- A. MARGHERI, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Utet, Torino, 1929.
- G. MARGIOTTA – S. PUGLISI, *Riflessioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista del notariato*, 2009, III, 789.
- V. MARZOLI, *Nota a corte d'appello di Milano del 14 marzo 2005*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2007, 60.
- M. MASSARI - L. ZANETTI, *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, Milano, 2008.
- M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari nella s.p.a.*, in *Rivista delle Società*, 2013, 336.
- N. MAZZA – A. SURRA, *Il nuovo trattamento delle azioni proprie secondo gli IAS/IFRS: profili contabili e fiscali*, in *Il Fisco*, 2006, 1, 3723.
- W. J. MCNALLY, *Open market stock repurchase signaling*, in *Financial management*, 1999, 28, 2, 55.
- I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Giuffrè, Milano, 1992.
- M. MEOLI, *Novità su conferimenti in natura S.p.a. ed acquisto di azioni proprie*, in *Pratica Fiscale e professionale*, 2008, 38, 9.
- F. MESSINEO, *L'art. 144 cod. comm. e i riporti di azioni sociali*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1926, I, 396.
- F. MESSINEO, *Spettanza dei dividendi sulla propria azione, acquistata dalla società*, in *Rivista delle società*, 1966, 417.
- C. MEZZABOTTA, *Azioni proprie, tra IFRS e Codice civile*, in *Pratica Contabile*, 2009, 8, 25.
- S. MICOSSI, *Assonime, circolare n. 19 del 28 luglio 2011 la nuova disciplina dei conferimenti di beni in natura e crediti*, in *Rivista del notariato*, 2012, 1, 167.
- M. MIOLA, *Il sistema della capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Rivista delle Società*, 2005, 1199.

- F. MODIGLIANI – M. MILLER, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in *The american economic review*, 1958, XLVIII, 3.
- P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. IV, t.2, Cedam, Padova, 2004.
- R. MORO VISCONTI, *Leasing azionario e acquisto di azioni proprie: novità normative*, in *Amministrazione e finanza*, 2008, 21, 54.
- U. MORERRA – M. SCIUTO, *Acquisizione della società partecipante e possesso sopravvenuto di azioni proprie*, in *Rivista di diritto commerciale*, 2008, I, 523.
- F. M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento delle società quotate*, in *Rivista delle Società*, 2004, 180.
- R. NOBILI, *Appunti in tema di azioni proprie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2011, 119.
- R. NOBILI, *Osservazioni in tema di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 1987, 760.
- M. NOTARI, *Il regime alternativo della valutazione dei conferimenti in natura in società per azioni*, in *Rivista delle Società*, 2009, 54 e 119.
- M. NOTARI, *Le società azionarie. Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in *Diritto delle società. Manuale breve*, Giuffrè, Milano, 2006.
- F. ONEGLIA – L. MARRAFFA, *L'assegnazione delle azioni proprie a titolo di dividendo*, in *Bilancio e reddito d'impresa*, 2012, 5, 23.
- M. ORLANDI, *Acquisto di azioni proprie a seguito di recesso del socio da spa (non quotata): profili civilistici, contabili e fiscali per la società*, in *Il fisco*, 2005, 1, 4017.
- E. PAPPÀ MONTEFORTE, *Commento a Cass., 20 dicembre 1995, n. 13019*, in *Notariato*, 1996, 325.
- G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 2*, Utet, Torino, 1991, 380.
- G. PARTESOTTI – A. URBANI – D. MANENTE, *Lezioni sui titoli di credito*, Monduzzi, Bologna, 2005.
- C. PELLIZZI, *Commento all'art. 144 c.co.*, in *Codice di commercio del regno d'Italia commentato con ala giurisprudenza, richiami legislativi e bibliografici*, a cura di C. Pellizzi, Barbera Editore, Firenze, 1924.
- G. L. PELLIZZI, *Principi di diritto cartolare*, Zanichelli, Bologna, 1967.
- L. PENTA, *Assegnazione ai soci di azioni propri: c'è distribuzione di dividendi?*, in *Azienda & fisco*, 2012, 5, 14.
- S. PESCATORE, *I conferimenti e i titoli azionari*, in *Istituzioni di diritto commerciale*, a cura di V. Buonocore, Giappichelli, Torino, 2006.
- L. M. PETRONE, *Il "giusto equilibrio" del legislatore italiano nel dare definitivo ingresso al merger leveraged buy out (MLBO)*, in *Obbligazioni e contratti*, 2009, 244.

- U. PIATTELLI, *Le recenti modifiche agli articoli 2357 e 2358 del codice civile: nuove opportunità per le operazioni di leveraged buy out?*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2009, 12, 66.
- G. PICCININI, *Commento all'art. 2474 c.c.*, in *Codice commentato delle s.r.l.*, diretto da P. Benazzo e S. Patriarca, Utet, Torino, 2006.
- P. PITTER, *Sub. artt. 2357 – 2358 c.c.*, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian – A. Trabucchi, Cedam, Padova, 1997, 2258.
- P. PITTER, *Sub. artt. 2357 – 2358 c.c.*, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian – A. Trabucchi, Cedam, Padova, 1981.
- G.B. PORTALE, *L'acquisto di azioni della controllante da parte di società controllata*, in *Quadrimestre. Rivista di diritto privato*, 1986, 289.
- G. B. PORTALE, *Una sentenza penale in tema di «bilancio regolarmente approvato ex art. 2357 c.c.»*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1987, II, 462.
- L. POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli, Torino, 2009.
- B. POZZO, *L'acquisto di azioni proprie. La storia di un problema in un'analisi di diritto comparato*, Giuffrè, Milano, 2003.
- C. PRESCIANI, *Osservazioni a Cass., 20 gennaio 2011, n. 1361, in tema di presupposti per l'acquisto di azioni proprie*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, II, 126.
- G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, Zanichelli, Bologna, 2011.
- A. QUAGLI, *Bilancio di esercizio e principi contabili*, Giappichelli, Torino, 2010.
- B. QUATRARO – S. D'AMORA, *Le operazioni sul capitale*, Giuffrè, Milano, 1994.
- G. RACUGNO, *Operazioni sulle proprie partecipazioni nella s.r.l.*, in *Le Società*, 2003, 373.
- G. RAGUSA MAGGIORE, *Trattato delle società, II, Le società di capitali. La società per azioni. Formazione della società per azioni*, Cedam, Padova, 2003, 60.
- L. RENNA, *L'invalidità delle delibere assembleari di società per azioni: aporie del sistema e tramonto della categoria dell'inesistenza*, in *Contratto e impresa*, 2011, 852.
- L. RINALDI, *La logica delle elaborazioni di consolidamento*, in AA. VV., *Bilancio consolidato*, Il Sole 24 ore, Milano, 2011, 147.
- B. M. ROEHNER, *Stock markets are not what we think they are: the key roles of cross-ownership and corporate treasury stock*, in *Physica A*, 2005, 347, 613.
- R. ROSAPEPE, *Le società di capitali. I conferimenti e i titoli azionari*, in *Manuale di diritto commerciale*, ideato da V. Buonocore, 2013, Torino, 350.
- S. ROSS - D. HILLIER - R. WESTERFIELD - J. JAFFE - B. JORDAN, *Finanza Aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 2012.

- L. ROSSI, *Le operazioni di acquisto di azioni e di obbligazioni proprie alla luce delle novità introdotte dalla legge finanziaria 2008*, in *Bollettino tributario*, 2008, 796.
- L. ROSSI – P. SCARIONI, *Effetti fiscali dell'assegnazione di azioni proprie ai soci*, in *Bollettino tributario*, 2006, 743.
- E. SABATELLI, *Alcuni profili della disciplina dell'acquisto di azioni proprie: le condizioni di legittimità dell'acquisizione*, in *Problemi in tema di formazione del capitale e operazioni sulle azioni proprie*, a cura di A. Patroni Griffi – L. Buttaro, Edizioni scientifiche italiane, Napoli, 1993, 87.
- E. SABATELLI, *Acquisto di azioni proprie da parte della società emittente*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Giuffrè, Milano, 1984, 275.
- E. SABATELLI, *Deroghe alla disciplina che regola l'acquisto di azioni proprie*, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro – A. Patroni Griffi, Giuffrè, Milano, 1984, 349.
- R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della spa- profili procedurali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo – G. B. Portale, 3*, Utet, Torino, 1994, 203.
- C. SACCON, *Il controllo nella rappresentazione contabile del gruppo*, in in AA. VV., *Bilancio consolidato*, Milano, Il Sole 24 ore, 2011, 29.
- V. SALAFIA, *L'art. 2358 c.c. dopo il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 124*, in *Le società*, 2014, 24.
- V. SALAFIA, *Storia dell'art. 2357 ter, comma 2*, in *Le società*, 2013, 165.
- V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Le Società*, 2009, 575.
- V. SALAFIA, *Applicabilità dell'art. 2358 c.c. anche alle società di persone?*, in *Le Società*, 2007, 5.
- V. SALAFIA, *Computo delle azioni proprie ai fini del quorum deliberativo di assemblea di spa. Commento a Trib. Roma 21 aprile 2004*, in *Le società*, 2004, 1411.
- V. SALAFIA, *Condizioni per l'applicabilità del divieto di operazioni sulle proprie quote. Commento a App. Milano 18 giugno 2004*, in *Le società*, 2004, 1259.
- V. SALAFIA, *Configurabilità degli elementi previsti nell'art. 2358*, in *Le Società*, 2003, 683.
- V. SALAFIA, *Limiti all'acquisto di azioni emesse dalla controllante da parte della controllata indiretta*, in *Le Società*, 2003, 824.
- V. SALAFIA, *Acquisto di azioni proprie ed iscrizione in bilancio di esercizio della società*, in *Le Società*, 1999, 1048.
- V. SALAFIA, *Acquisto da parte di s.r.l. di quote proprie*, in *Le società*, 1992, 1059.
- E. SANTESSO – U. SOSTERO, *I principi contabili per il bilancio d'esercizio : analisi e interpretazione delle norme civilistiche*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2011.
- E. SANTESSO – U. SOSTERO, *Il bilancio. Principi generali, struttura e regole di valutazione*, Il Sole 24 ORE, Milano, 2008.

- G. SANTINI, *Commento all'art. 2483 c.c.*, in *Commentario del codice civile Scajola Branca*, a cura di F. Galgano, Zanichelli, Bologna, 1992.
- M. SANTORO, *Portata del divieto per la s.r.l. di acquisto di proprie quote. Commento a Cass. 20 gennaio 2000, n. 796*, in *Le Società*, 2000, 1092.
- P. SANTOSUOSSO, *Profili economici dell'acquisto delle azioni proprie e integrità del capitale*, in *Rivista dei dottori commercialisti*, 2008, 889.
- P. SANTOSUOSSO, *Le azioni proprie nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 2004.
- C. SASSO, *Considerazioni sulla valutazione delle azioni proprie*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2005, 17.
- G. SBISA', *La (mancata) attuazione della direttiva 92/101/ CEE in tema di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 1994, 870.
- I. SCAFATI, *Assegnazione di azioni proprie assimilabile all'aumento gratuito di capitale*, in *Corriere tributario*, 2012, 1104.
- I. SCAFATI, *L'assegnazione ai soci di azioni proprie costituisce aumento gratuito di capitale*, in *Corriere tributario*, 2011, 1588.
- P. SCARIONI –S. MUNI, *Operazioni sulle azioni proprie contabilizzate secondo gli Ias/Ifrs: regime fiscale ed effetti sulla natura delle poste del patrimonio netto*, in *Bollettino tributario*, 2008, 1811.
- G. SCHIANO DI PEPE, *Varata la legge sulla trasparenza nella cessione di partecipazioni - Il commento*, in *Il Corriere Giuridico*, 1993, 1257.
- S. SCOTTI CAMUZZI, *La società per azioni come impresa e altri studi in tema di regole giuridiche dell'attività economica*, Milano, Giuffrè, 1979.
- S. SCOTTI CAMUZZI, *Le partecipazioni incrociate e il governo legislatore*, in *Rivista delle società*, 1974, 336.
- S. SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto delle proprie azioni e diritti degli azionisti*, in *Rivista delle società*, 1973, 1.
- S. SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto delle proprie azioni, utile e utile dell'esercizio*, in *Rivista delle Società*, 1970, 617 .
- A. SERRENTINO, *Acquisto di azioni proprie, utile e riserva da sovrapprezzo*, in *Vita notarile*, 2011, 765.
- V. SFORZA, *Una lettura economico-aziendale del divieto concambio delle azioni proprie detenute da società incorporate o fuse ai sensi dell'art. 2504-ter Cod. Civ.*, in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 1999, 7-8, 391.
- E. SIMONETTO, *La seconda direttiva comunitaria in materia di s.p.a. e le società cooperative*, in *Rivista delle società*, 1978, 169.

- E. SIMONETTO, *Acquisto di azioni o quote di società controllante e loro regime*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1974, I, 693.
- J. SODI, *L'acquisto «consapevole» di azioni proprie*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1996, II, 751.
- E. SOPRANO, *Il libro del lavoro del nuovo codice civile*, Unione tipografico-editrice torinese, Torino, 1942.
- U. SOSTERO – P. FERRARESE – M. MANCIN – C. MARCON, *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè, Milano, 2014.
- M. SPERANZIN, *L'aumento di capitale "garantito"*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2007, 4, 454.
- F. SPERONELLO, *La scissione di società fra tipicità ed autonomia negoziale: un caso di assegnazione di quote della scissa*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2001, II, 273.
- M. S. SPOLIDORO, *Attuazione della dir. 2006/68/Ce su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, 64.
- M. S. SPOLIDORO, *Incorporazione della controllante nella controllata e «leveraged buy out»*, in *Le società*, 2000, 81.
- L. STAROLA, *Acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Corriere tributario*, 2008, 2654.
- M. STELLA RICHTER jr., *Novità in tema di acquisto delle proprie azioni*, in *Rivista delle società*, 2009, 286.
- M. STELLA RICHTER jr., *La società a responsabilità limitata. Disposizioni generali. Conferimenti. Quote*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2006, 273.
- M. STELLA RICHTER jr., *Novo e novissimo regime dell'acquisto delle proprie azioni*, in *Studi in onore di Umberto Belviso*, Cacucci, Bari, 2011.
- M. STELLA RICHTER jr., *L'acquisto delle proprie azioni dopo il d.lgs. 142/2008. Studio n. 35-2009/I*, in www.notariato.it.
- D. STEVANATO, *Acquisto di "azioni proprie" e loro successiva assegnazione ai soci: premesse civilistico – contabili e riflessi tributari*, in *Rassegna tributaria*, 2005, 4, 1075.
- D. STEVANATO, *L'assegnazione ai soci di "azioni proprie": riflessi in tema di participation exemption*, in *Dialoghi di diritto tributario*, 2005, 915.
- G. STRAMPELLI *Disposizioni integrative e correttive in tema di conferimenti in natura e acquisto di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 2011, 185.
- G. STRAMPELLI, *Il limite quantitativo alla prestazione di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*, Giappichelli, Torino, 2011, 147.
- M. TANZI, *Commento all'art. 2474*, in *Le società di capitali. Commentario*, diretto da G. Nicolini – A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 1560.

- E. TARTAGLIA, *Azioni proprie share buy back : manuale analitico e completo sul processo di acquisto, gli effetti, ed i molteplici utilizzi delle azioni proprie*, Aracne, Roma, 2010.
- F. TEDESCHINI – A. SACCO GINEVRI, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura e dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2009, I, 66.
- A. TOFFOLETTO, *La Cassazione, l'iscrizione in bilancio delle azioni proprie e l'interpretazione delle norme armonizzate*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1997, II, 262.
- A. TOFFOLETTO, *Le azioni proprie e il bilancio d'esercizio*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1986, II, 495.
- G. P. TSETSEKOS – F. LIU – N. FLOROS, *An examination of open market stock repurchases: cash flow signalling, investments and Tobin's Q*, in *Applied financial economics*, 1996, 6, 9.
- C. UNGARI TRASATTI, *Il computo delle azioni proprie nei quorum costitutivi e deliberativi*, in *Rivista del Notariato*, 2013, 166.
- C. UNGARI TRASATTI, *Rinvio dell'assemblea da parte della minoranza e controllo nel merito del presidente, azioni proprie e quorum deliberativi particolari normativa transitoria e maggioranze agevolate (?)*, in *Rivista del notariato*, 2006, 1598.
- P. TULLIO, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie (d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142) - V - Conferimenti di beni in natura e di crediti (aumento del capitale) - Art. 2440*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 2009, 2, 463.
- S. VANONI, *Azioni proprie e contratti derivati*, Giappichelli, Torino, 2008.
- S. VANONI, *Contratti derivati su azioni proprie: profili di disciplina societaria*, in *Rivista delle società*, 2004, 441.
- A. VASAPOLLI – G. VASAPOLLI, *Assegnazione delle azioni proprie ai soci assimilabile all'aumento gratuito del capitale?*, in *Corriere Tributario*, 2013, 9, 703.
- T. VERMAELEN, *Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives*, in *Journal of financial and quantitative analysis*, 1984, 19, 2.
- A. VENTURINI – D. FEZZARDI, *Acquisto di azioni proprie, i risvolti contabili*, in *Amministrazione e finanza*, 2012, 4, 6.
- M. VENUTI, *Il principio "substance over form" nel bilancio Ias/Ifrs*, in *Le società*, 2008, 277 e 427.
- A. VICARI, *Il regime giuridico del disavanzo e dell'avanzo da annullamento e da concambio nella fusione*, in *Rivista delle società*, 2008, 521.
- A. VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2006.
- R. VIGANO', *La valutazione delle unità di gruppo escluse dall'area di consolidamento*, in AA. VV., *Bilancio consolidato*, Milano, Il Sole 24 ore, 2011, 81.

R. VIGANO', *La contabilizzazione delle azioni proprie nell'esperienza americana*, in *Scritti di economia aziendale in memoria di Raffaele d'Oriano*, t.2, Cedam, Padova, 1997, 1385.

A. VISCUSI, *Limiti all'acquisto e alla detenzione di azioni proprie e di società controllate: controllo "indiretto", controllo "esterno" e controllo "sopravvenuto"*, in *Diritto fallimentare*, 2004, II, 410.

B. VISENTINI, «Azioni di società», in *Enc. dir.*, IV, Milano, 1959.

G. G. VISENTINI, *Fusione inversa ed azioni proprie*, in *Il fisco*, 2008, 1, 8248.

M. L. VITALI, *Una proposta di modifica del Companies Act 2006 in tema di disciplina del capitale e di acquisto di azioni proprie*, in *Rivista delle società*, 2009, 559.

M. L. VITALI, *La nuova Seconda direttiva: conferimenti, assistenza finanziaria e tutela «standardizzata» dei creditori sociali*, in *Rivista delle società*, 2006, 1166.

C. VIVANTE, *I sindacati per la compera e per la vendita delle azioni*, in *Rivista di diritto commerciale*, 1904, II, 265.

M. WRIGHT - K. ROBBIE, *Venture capital and private equity: a review and synthesis*, in *Journal of Business Finance & Accounting*, 1998, 25, 5-6, 521.

G. ZAGRA, *Una fattispecie particolare di acquisto di azioni proprie*, in *Le Società*, 2001, 1387.

E. ZAMPELLA, *Sub. artt. 2357 – 2358 c.c.*, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian, Padova, 2002, 2386.

G. ZANARONE, *Commento all'art. 2474*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, Giuffrè, Milano 2010, 883.

M. ZAPPALÀ, *La nuova disciplina dell'acquisto di azioni proprie per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Le società*, 2011, 1303.

M. ZITO, *Iscrizione e valutazione delle azioni proprie nel bilancio di esercizio*, Aracne, Roma, 2004.

7.1 Principi contabili

IAS 32, International Accounting Standard (aggiornato al 31 dicembre 2013).

IAS 1, International Accounting Standard (aggiornato al 31 dicembre 2013).

Principio OIC n. 17 (aggiornato al 16 settembre 2005).

Principio OIC n. 20 (aggiornato al 16 settembre 2005).

Principio OIC n. 22 (aggiornato al 30 maggio 2005).

Principio OIC n. 28 (aggiornato al 30 maggio 2005).

Principio OIC n. 21 - bozza di consultazione (aggiornata al 6 dicembre 2012).

Principio OIC n. 22 - bozza di consultazione (aggiornata al 6 dicembre 2012).

Principio OIC n. 28 - bozza di consultazione (aggiornata al 14 gennaio 2014).

7.2 Giurisprudenza

Cass. civ., 16 ottobre 2013, n. 23541 (inedita).

Cass. civ., 20 gennaio 2011, n. 1361, in *Vita notarile*, 2011, 765 e in *Le società*, 2011, 889.

Cass. civ., 4 agosto 2009, n. 17936, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2011, II, 549.

Cass. civ., 3 settembre 1996, n. 8048, in *Le società*, 1997, 172.

Cass. civ., 3 settembre 1996, n. 8048, in *Giurisprudenza commerciale*, 1997, II, 249.

Cass. civ., 20 dicembre 1995, n. 13019, in *Notariato*, 1996, 322.

Cass. pen., 4 marzo 1988, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1988, II, 430.

App. Milano, 5 novembre 1993, in *Le società*, 1994, 230.

App. Genova, 10 aprile 1987, in *Le società*, 1987, 639.

App. Roma, 27 novembre 1968, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1969, I, 337.

App. Torino, 6 giugno 1949, in *Giurisprudenza italiana*, 1949, I, sez. 2, 584

Trib. Roma, 19 luglio 2012, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, II, 306.

Trib. Milano, 9 luglio 2012, in *Giurisprudenza italiana*, 2013, 1, 81.

Trib. Milano, 27 aprile 2012, in *Le società*, 2012, 1278.

Trib. Milano, 28 aprile 2012, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, II, 305.

Trib. Roma, 14 giugno 2005, in *Rivista del notariato*, 2006, 1584.

Trib. Roma, 21 aprile 2004, in *Le società*, 2004, 1411.

Trib. Perugia, 22 dicembre 2000, in *Le società*, 2001, 1387.

Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Le società*, 2000, 75

Trib. Verona, 28 gennaio 1988, in *Giurisprudenza commerciale*, 1988, II, 926.

Trib. Genova, 3 febbraio 1987, in *Le società*, 1987, 639.

Trib. Udine, 3 gennaio 1985, in Diritto fallimentare e delle società commerciali, 1985, II, 496.

Trib. Vicenza, 19 ottobre 1984, in Giurisprudenza commerciale, 1986, II, 495.

Trib. Milano, 14 luglio 1983, in Giurisprudenza commerciale, 1986, II, 495.

Trib. Milano, 17 aprile 1982, in Banca, borsa e titoli di credito, 1983, II, 506.

Trib. Milano, 10 settembre 1981, in Giurisprudenza commerciale, 1982, II, 176.

Trib. Milano, 5 maggio 1980, in Giurisprudenza commerciale, 1980, II, 938.