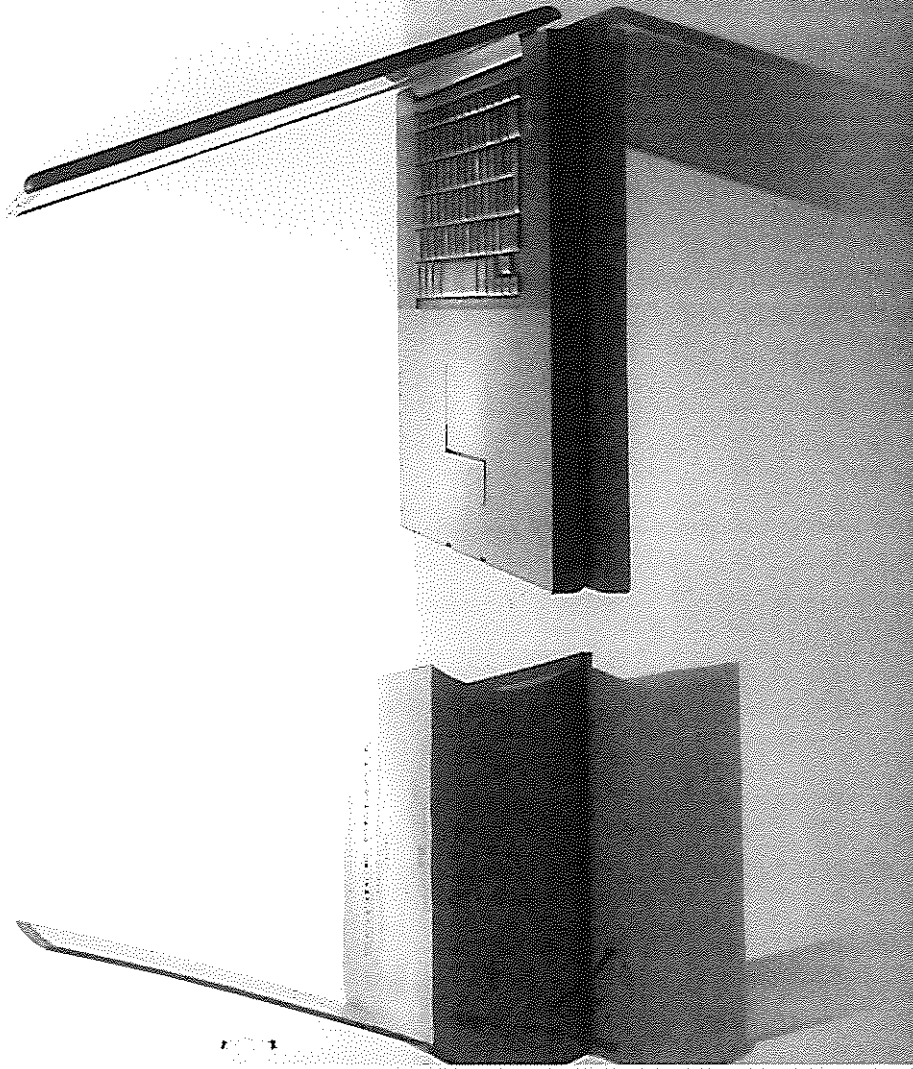


DEJURE: IL DIRITTO IERI, OGGI E DOMANI



Da Giuffrè nasce DeJure, l'unico sistema integrato di informazione giuridica. DeJure integra l'accesso alla ricca base documentale firmata Juris data con un'accurata selezione editoriale frutto della pluriennale esperienza di Giuffrè, per offrire risposte esaurienti, mirate e soprattutto aggiornate. DeJure è nato per essere lo strumento affidabile in grado di ottimizzare il tempo e i risultati di ogni ricerca.

anno 54° marzo-giugno 2009 fascicolo 2°-3°

RIVISTA DELLE SOCIETÀ

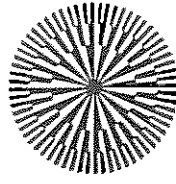
anno 54° / 2009

marzo-giugno 2009 fascicolo 2°-3°

Poste Italiane s.p.a. - Spedizione in a.p. - D.L. 353/2003 (conv. in L. 27/02/21
comma 1, DCB (VARESE)

RIVISTA DELLE SOCIETÀ

fondata da Tullio Ascarelli



direttori:

Alberto Crespi - Guido Ferrarini
Berardino Libonati - Piergaetano Marchetti
Giuseppe B. Portale - Guido Rossi

somma del capitale e delle riserve indisponibili; (iv) che l'acquisto riguardasse solo azioni interamente liberate⁽²⁾.

Tutto ciò significava, nella prospettiva dell'armonizzazione comunitaria, due cose. Da un lato, che non era necessario che i singoli Stati membri consentissero l'acquisto di azioni proprie (e infatti l'art. 19 della direttiva 77/91/CEE esordiva con un significativo « qualora la legislazione di uno Stato membro permetta... »). E, dall'altro lato, che, nella eventualità che l'operazione fosse stata consentita, ai menzionati requisiti e limiti potessero aggiungersene di ulteriori o di più rigorosi (e infatti il ricordato art. 19 sottoponeva l'acquisizione delle proprie azioni « almeno » a quelle condizioni).

2. Di fronte a queste prescrizioni di rango comunitario il legislatore italiano aveva dovuto modificare l'originario dettato dell'art. 2357 c.c.

La norma del 1942 prevedeva: « La società non può acquistare azioni proprie, se l'acquisto non è autorizzato dall'assemblea generale dei soci, non è fatto con somme prelevate da utili regolarmente accertati e le azioni non sono interamente liberate »⁽³⁾; e la disposizione, quanto a questa prima

(2) A proposito della disciplina dell'acquisto della azioni proprie recata dalla seconda direttiva comunitaria in materia di società è qui sufficientemente rinviare a C. ANGELELLI, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, ora 16, Torino, 1985, 355 ss.; G. FERRO, *La seconda direttiva comunitaria in materia di società*, ora in *Scritti giuridici*, III, Napoli, 1990, 1285; E. LA MARCA, *Le operazioni su proprie azioni*, in M. CASSOTTANA-A. NEZZO, *Lezioni di diritto commerciale comunitario*², Torino, 2006, 91 ss.; G. MARASA, *La seconda direttiva CEE in materia di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1978, II, 667 ss.; e ai contributi di A. ANTONUCCI, S. FORTUNATO e E. SAMATELLI, in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. BERTARO e A. PATRONI GRIFELI, Milano, 1984.

(3) Sull'originario regime del codice civile cfr., tra gli altri, G. ANDRESSI, *Acquisto di azioni proprie: per conto di chi?*, in questa *Rivista*, 1984, 457 ss.; C. ANGELELLI (nt. 2); R. ALESSI, *Il socio di se stesso: l'art. 2357 c.c.*, in questa *Rivista*, 1984, 467 ss.; A. BRUNETTI, *Trattato del diritto delle società. II. Società per azioni*, Milano, 1948, 150 ss.; F. CARONETTI, *Acquisto di azioni proprie e patrimonio sociale*, in questa *Rivista*, 1982, 1120 ss.; F. CUOMENI, *Può la società esercitare per le azioni proprie in portafoglio il diritto di opzione su un aumento di capitale?* , in *Riv. dir. comm.*, 1980, I, 407 ss.; A. DAMARTELLO, *Conflitto di interessi nell'acquisto delle proprie azioni ex art. 2357 c.c.*, in questa *Rivista*, 1959, 189 ss.; G. FANELLI, *Le sanzioni per gli atti vietati dagli art. 2357-2361 c.c.*, ora in *Saggi di diritto commerciale*, Milano, 2001, 149 ss.; F. FERRARA jr., *Gli imputatori e la società*¹, Milano, 1984 (a cura di F. Corsi), 417 ss.; G. FRÉ, *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*², a cura di A. SCALOGA e G. BRANCA, Bologna-Roma, 1982, 258 ss.; C. GIANNATTASIO, *Sanzioni per l'acquisto vietato delle proprie azioni da parte della società*, in *Giust. civ.*, 1969, I, 357 ss.; F. GRANDE STEVENS, *Quotazioni in tema di azioni proprie*, in questa *Rivista*, 1982, 529 ss.; F. MESSINGO, *Spartanza dei dividendi sulla propria azione, acquistata dalla società*, in questa *Rivista*, 1966, 417 ss.; S. SCORRI CAMAZZA, *Acquisto delle proprie azioni e diritti degli azionisti*, in questa *Rivista*, 1975, I ss.; T. STENZI, *Sulla proprietà di azioni in capo alla società emittente*, in *Riv. dir.*

MARIO STELLA RICHTER jr

Novità in tema di acquisto delle proprie azioni

SOMMARIO: 1. L'acquisto delle proprie azioni nella direttiva 77/92/CEE. — 2. La originaria disciplina del codice civile e le successive riforme. — 3. La riforma organica del diritto delle società di capitali e l'acquisto delle proprie azioni. — 4. La direttiva 2006/68/CE... — 5. (Segue)... e le sue incongruenze. — 6. Il d.lgs. 142/2008. — 7. Distinzione tra società aperte e società chiuse. — 8. Società senza soci. — 9. L'incidenza della direttiva 2006/68/CE sulle disposizioni del codice non formalmente modificato. — 10. Sulla possibilità di prevedere statutariamente divieti o limiti all'acquisto delle proprie azioni. — 11. Una sintesi dell'attuale « sistema ».

1. La disciplina dell'acquisto delle proprie azioni è stata riformata dal d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142, con il quale il legislatore nazionale ha inteso dare attuazione alla direttiva 2006/68/CE, che reca modificazioni alla seconda direttiva comunitaria in materia di società (la 77/91/CEE), cui a sua volta era improntato il previgente regime nazionale.

L'originaria disciplina comunitaria era piuttosto semplice e chiara. Si prevedeva che, qualora un diritto societario nazionale avesse consentito l'acquisto delle azioni proprie, tale operazione sarebbe stata subordinata *almeno* al rispetto delle seguenti quattro condizioni⁽¹⁾: (i) che ci fosse una autorizzazione data dalla assemblea dei soci; (ii) che l'acquisto rientrasse nel limite del decimo del capitale sociale; (iii) che l'acquisto non comportasse la diminuzione del patrimonio netto della società, al di sotto della

(1) Si tratta di un modo di intervenire da parte del legislatore comunitario piuttosto comune: non si prevede il necessario ricorso nella legislazione nazionale ad un certo istituto, ma solo la obbligatoria adozione di certe regole in caso di sua volontaria previsione. Cfr. G. MARASA, *Le società*, in *Trattato di diritto privato*², a cura di G. IUDICA e P. ZAFFI, Milano, 2000, 68. Così è, ad esempio, per la scissione (v. art. 1, par. 1, 2 e 3, direttiva 82/891/CEE).

parte, era analoga a quella dell'art. 144, primo periodo, del codice di commercio del 1882⁽¹⁾.

Poi, in occasione del recepimento della seconda direttiva, avvenuto con il d.P.R. 10 febbraio 1986, n. 50, l'art. 2557 c.c. fu riscritto prevedendo che: (i) « la società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato »; (ii) « possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate »; (iii) « 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 »; e (iv) « in nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale »⁽²⁾.

cit., 1980, II, 155 ss. (ma nella prospettiva di integrare il diritto italiano con i principi e le norme di cui alla seconda direttiva in materia di società, principi e norme ritenuti già allora vigenti).

(1) Art. 144 cod. comm. 1882: « 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 ». Nulla invece al riguardo nel codice di commercio del 1865. Sull'acquisto delle proprie azioni nel vigore del codice di commercio del 1882 cfr. soprattutto C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, II, Milano, 1925, 524 ss.; 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*, II, Roma, 1931, 375 ss.; Id., *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938, 293 ss.; e volendosi anche U. NAVARRINI, *Trattato teorico-pratico di diritto commerciale*, IV, Torino, 1919, 380 ss. Per la ricostruzione storica dell'origine dell'art. 144 cod. comm. 1882 cfr. S. SCORRI CASAZZA, *Acquisto di azioni proprie, utile e utile d'esercizio*, in questa *Rivista*, 1970, 616 ss., spec. nt. 2.

(2) Sul recepimento in Italia della direttiva 77/91/CEE e sul regime delle azioni proprie dettato dal d.P.R. 10 febbraio 1986, n. 50, cfr., anche per gli ulteriori riferimenti, G.F. CAMPOBASSO, *Acquisto di proprie azioni*, in *Armonie e disarmonie del diritto comunitario delle società di capitali*, I, Milano, 2005, 471 ss.; F. CARROZZI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988; 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. 50/1986*, a cura di A. PIERI, Firenze, 1987, 245 ss.; A.A. DOLMETTA, *Sulle conseguenze civilistiche dell'acquisto di azioni proprie compiuto in violazione dei divieti di legge*, in questa *Rivista*, 1996, 358 ss.; G. FERDI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, fondato da F. Vassalli, Torino, 1987, 441 ss.; F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, nel *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, diretto dallo stesso F. Galgano, XXIX, Padova, 2005, 157 ss.; I. MENEN, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992; R. NORDI, *Osservazioni in tema di azioni proprie*, in questa *Rivista*, 1987, 760 ss., e poi in *Problemi relativi all'attuazione della seconda direttiva CEE*, Milano, 1988, 71 ss. (da cui si cita); G. ORVO, *Diritto delle società e attuazione della II direttiva CEE*, Il decreto di attuazione in Italia. Rilevi

Questa ultima previsione fu successivamente modificata, quando si trattò di dare attuazione in Italia alla direttiva 92/101/CEE (sempre di modifica della seconda direttiva in materia societaria)⁽³⁾; ne risultò una disposizione del seguente tenore: « 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 della azioni possedute da società controllate »⁽⁴⁾.

5. La riforma organica del diritto delle società di capitali ha, tutto sommato, marginalmente interessato la disciplina delle azioni proprie e non ha comportato alterazioni di sorta al testo dell'art. 2557 c.c.⁽⁵⁾.

sistematici, in *Riv. dir. civ.*, 1986, I, 565 ss. e ora in *Scritti giuridici, II. Diritto delle società*, Padova, 1991, 440 ss. (da cui si cita), a 448 ss.; G. PARETOTTI, *Le operazioni sulle azioni. In Trattato delle società per azioni*, diretto da G.F. Colombo e G.B. Portale, 2, Torino, 1991, 389 ss.; IG. FEE-J.G. SUSA, *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di F. GALGANO, I, Bologna-Roma, 1997, 370 ss.; A. TOROLETTO, *Le azioni proprie e il bilancio d'esercizio*, in *Giur. comm.*, 1986, II, 495 ss.

(3) Cfr. art. 1 d.lgs. 2 maggio 1994, n. 515.

(4) Sulla disciplina dell'acquisto di azioni o quote della società controllante da parte della società controllata, prima della riforma del 1994, cfr., anche per gli ulteriori riferimenti, F. CORSI (nt. 5), 268 ss.; G.B. PORTALE, *L'acquisto di azioni della controllante da parte di società controllate*, in *Quaderni*, 1986, 289 ss.; L. TONARO, *L'acquisto di azioni della società controllante da parte della società controllata nel dibattito per la modifica della II direttiva CEE*, in *Riv. dir. imp.*, 1992, 481 ss.; R. WEIGMANN, *L'autorizzazione dei soci della capogruppo per le operazioni finanziarie delle società controllate*, in *Contratto e Impresa*, 1988, 535 ss. Sul regime scaturito dalla riforma del 1994 v. invece L. Boccato, *La nuova disciplina delle partecipazioni nella controllante: il limite del decimo del capitale e le « circostanze sopravvenute » che ne possono determinare il superamento*, in questa *Rivista*, 1995, 516 ss.; G.F. CAMPOBASSO (nt. 4), 491 ss.; G. SUSA, *La (manicata) attuazione della direttiva 92/101/CEE in tema di azioni proprie*, in questa *Rivista*, 1994, 870 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *L'acquisto di azioni della controllante nel d. leg. 1994, n. 515*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, II, 49 ss.; L. TONARO, *Acquisto e sottoscrizione di azioni della controllante da parte della controllata*, in *Società*, 1994, 885 ss. che ne possono determinare il superamento, in questa *Rivista*, 1995, 516 ss.; G.F. CAMPOBASSO (nt. 4), 491 ss.; G. SUSA, *La (manicata) attuazione della direttiva 92/101/CEE in tema di azioni proprie*, in questa *Rivista*, 1994, 870 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *L'acquisto di azioni della controllante nel d. leg. 1994, n. 515*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, II, 49 ss.; L. TONARO, *Acquisto e sottoscrizione di azioni della controllante da parte della controllata*, in *Società*, 1994, 885 ss.

(5) Possono comunque vedersi: L. ARONZONI, *Le azioni proprie*, in *Azioni*, a cura di M. NOTARI, nel *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, 644 ss.; Id., *Le azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, 319 ss.; G. AILETTA-N. SALAMITRO, *Diritto commerciale*¹⁸, Milano, 2008, 186 ss.; M.F. BARONI, *sub artt. 2557-2557-querter*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MAFFEI ALBERTI, I, Padova, 2005, 383 ss.; M. BUONE, *sub artt. 2557-2558*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. NACCORINI e A. STAGNO D'ALCONTRI, Napoli, 2004, 530 ss.; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. 2. Diritto delle società*¹⁹, Torino, 2006 (a cura di M. CAMPOBASSO), 249 ss.; S.A. CURRATO, *Le azioni proprie tra diritto interno riformato e prospettive comunitarie*, in questa *Rivista*, 2004, 368 ss.; Id., *sub artt. 2557-2557-querter*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario*, diretto da G. Corfino e altri,

Le novità che qui mette conto ricordare sono quelle relative: (i) alla aggiunta tra i casi speciali di acquisto di azioni proprie dell'acquisto per effetto di scissione (art. 2557-bis, n. 3, c.c.); (ii) alla espressa previsione della legittimità del c.d. *trading* di azioni proprie (art. 2557-ter, comma 1, secondo periodo, c.c.); e, soprattutto, (iii) alla previsione della possibilità per l'assemblea dei soci di autorizzare gli amministratori a esercitare il diritto di opzione con le azioni proprie (art. 2557-ter, comma 2, c.c.), che è essenzialmente una eccezione al divieto di sottoscrizione di azioni proprie (art. 2557-quater, comma 1, c.c.).

In quella occasione, si era però anche previsto che, in caso di recesso dalla società per azioni e in caso di mancato acquisto delle azioni del socio receduto ai sensi dei primi quattro commi dell'art. 2457-quater c.c., tali azioni dovevano essere « rimborsate mediante acquisto da parte della società utilizzando riserve disponibili anche in deroga a quanto previsto dal terzo comma dell'art. 2557 » (art. 2457-quater, comma 5). Il che sembrava significare che, già prima dell'ultima riforma della disciplina dell'acquisto delle proprie azioni, vi era un caso in cui si consentiva l'acquisto delle stesse anche oltre il limite del decimo del capitale sociale e senza obbligo di successiva alienazione^(*).

Bologna, 2004, 406 ss.; *ib.*, *Le operazioni sulle proprie azioni*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di S. AGRASINI, I, Torino, 2005, 138 ss.; G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova, 2006, 307 ss.; V. DONATINI, *sub art.* 2557-2557-quater, in *La riforma delle società*, a cura di M. SANDALI e V. SANTORO, Torino, 2005, 187 ss.; F. FERRARA *jr-F. Corsi*, *Gli imprenditori e le società*¹⁵, Milano, 2006, 467 ss.; G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*¹⁶, Torino, 2006 (a cura di C. ANGILOTTI e G.B. FERRI), 285 ss.; M. NOTARI, *Disposizioni generali. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*⁴, Milano, 2008, 154 ss.; *ib.*, *Riduzione introduttiva in tema di azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, cit., 305 ss.; S. PESCATORE, in *Manuale di diritto commerciale*⁵, a cura di V. BUONOCORE, Torino, 2005, 259 ss.; C. PROVO, *sub art.* 2557-2557-quater, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. LO CA-SCIO, 4, Milano, 2005, 165 ss.; D.U. SANTOSUSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2005, 99 s.; *ib.*, *Il nuovo diritto societario. I principi della legge delega e le linee guida della riforma* (suppl. al fasc. 6/2003 di *Dir. e giur.*), Milano, 2003, 37 s.

(*) Così S. CARVELLO, *sub art.* 2457-quater, in *Codice commentato della nuova società*, a cura di G. BONFANTE e altri, s.l., 2004, 859; V. DI C. *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, 3, Torino, 2007, 250, e, seppure in termini meno netti, A. PAGELLO, *sub art.* 2457-quater, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. STAGNO D'ALCONI, 1165, Napoli, 2004, 1136.

In senso contrario, e cioè nel senso che la società sarebbe stata comunque tenuta all'obbligo di successiva alienazione, si vedano invece: M.F. BARONI (nt. 8), 595 s.; M. BIONE (nt. 8), 371, testo e nt. 17; M. CALLEGARI, *sub art.* 2457-quater, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino e altri, Bologna, 2004, 1433; G.F. CAMPBASSO (nt. 8), nt. 22 a 489; S.A.

4. In ambito comunitario è successivamente intervenuta — come si accennava — una ulteriore modificazione della seconda direttiva. Tale modificazione è conseguenza delle osservazioni e raccomandazioni formulate, dapprima, dal Gruppo di lavoro «SLIM sul diritto societario» (nel 1999; cfr. proposta n. 4 in tema di prima e seconda direttiva in materia di diritto societario), poi dal Gruppo di alto livello di esperti di diritto societario (nel 2002), e infine dal *Piano di azione della Commissione per il rafforzamento della corporate governance e l'immodernamento del diritto societario nell'Unione Europea* (nel 2003), i quali, per quel che qui più interessa, erano concordi nel proporre di espungere dalle prescrizioni comunitarie il limite quantitativo del decimo del capitale per l'acquisto delle proprie azioni e di aumentare il limite temporale della autorizzazione assembleare⁽¹⁰⁾.

Per quanto attiene la disciplina dell'acquisto delle proprie azioni, la direttiva 2006/68/CE ha significativamente modificato la seconda direttiva, riscrivendone l'intero paragrafo 1 dell'art. 19. Vi si prevede, anzitutto, che se la legislazione dello Stato membro consente che la società acquisti le proprie azioni, allora l'operazione deve essere subordinata alle seguenti condizioni.

(i) Ci deve essere una autorizzazione dell'assemblea, che determini il numero massimo di azioni da acquistare, il periodo per cui è accordata l'autorizzazione, *la cui durata massima non può eccedere i cinque anni* (mentre prima — come si ricorderà — il periodo massimo era di diciotto mesi), e, in caso di acquisto a titolo oneroso, il corrispettivo minimo⁽¹¹⁾ e massimo che sarà possibile pagare dalla società per le sue azioni.

CERRATO, *Le azioni proprie* (nt. 8), 372 ss.; *ib.*, *Le operazioni sulle proprie azioni* (nt. 8), 146 s.; F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in questa *Rivista*, 2005, 514 s.; V. DONATINI (nt. 8), 190 s.; e, seppure dubitativamente, L. ANDRIZZONI, *Le azioni proprie* (nt. 8), 662.

Nel senso che la norma interna andrebbe interpretata nel senso enunciato nel testo e che così, tuttavia, il legislatore italiano avrebbe violato la seconda direttiva comunitaria in materia di società, v. D. GALLETI, *sub art.* 2457-quater, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. MARELLI ALBERTI, Padova, 2005, 1608 s. Di contrasto con la norma comunitaria parlano anche: S. CARUGNANI, *sub art.* 2457-quater, in *La riforma delle società*, a cura di M. SANDALI e V. SANTORO, Torino, 2005, 896; G. COTTINO (nt. 8), 509; G.B. PORTALE, *La riforma delle società di capitali: tra diritto comunitario e diritto interazionale privato*, in *Europa dir. priv.*, 2005, 110. Sul punto si dovrà comunque tornare più oltre (nel § 9).

(10) Altre informazioni in S.A. CERRATO, *Le azioni proprie* (nt. 8), 563 ss., e in E. WYMERESCHI, *Reforming the Second Company Law Directive*, Financial Law Institute working paper n. 2006/15, 11 e 17 ss.

(11) La previsione, già presente nella originaria versione della seconda direttiva comunitaria, di indicare nella deliberazione assembleare anche il « corrispettivo minimo » da pagarsi

(ii) Gli acquisti non possono avere l'effetto di diminuire l'attivo netto al di sotto dell'importo del capitale sottoscritto e delle riserve che la legge o

dalla società per le proprie azioni appare sostanzialmente inutile, in quanto non funzionale alla tutela di alcun apprezzabile interesse.

In particolare, non sembra che possa fondatamente sostenersi che, « come una sopravvalutazione delle azioni non solo condurrebbe a risultati economici non apprezzabili, ma si tradurrebbe in un ingiustificato vantaggio per gli alienanti (da ciò l'indicazione del prezzo massimo), così, per altro verso, la riduzione del prezzo di mercato al di sotto di un certo minimo, non può non essere considerata un segnale allarmante circa la situazione della società oppure far sorgere il fondato sospetto che certe operazioni mirino, in un momento di crisi, a favorire determinati azionisti » [così E. SAMBATELLI (nt. 2), 279]. Ed infatti né il primo né il secondo argomento convincono.

Non il primo perché se il prezzo è « basso » (cioè più basso di quello che ragionevolmente poteva essere pagato al momento della deliberazione assembleare di autorizzazione) è ovvio che la società se la passi male ma è altrettanto ovvio che acquistando le sue partecipazioni la società medesima finirebbe per pagarle poco: la questione non è quindi quella di acquistare le azioni a un prezzo « alto » o « basso », ma acquistare le azioni a un prezzo « giusto », e cioè non « troppo alto » (nella prospettiva della società acquirente, che è l'unica che può in questa prospettiva interessare) rispetto al valore della società in un determinato momento. Non è quindi un problema di soglie di valore minime considerate in astratto, ma di prezzi valutati in concreto, in un determinato momento e in relazione al valore del « bene » (la partecipazione sociale) di cui dovrebbero costituire il corrispettivo. Questo argomento spiega anche perché non sia neppure accettabile la spiegazione proposta da R. NOBILI (nt. 5), 84, per il quale « il prezzo minimo è prescritto dalla legge per impedire un ingiustificato ribasso del prezzo di mercato delle azioni, che andrebbe a danno dei soci i quali non cedono le loro azioni ». Senza considerare che può essere utile fare ricorso all'operazione dell'acquisto delle proprie azioni proprio quando le cose per la società non stiano andando bene, e quindi quando le azioni siano negoziate a prezzi sensibilmente inferiori ai loro valori precedenti.

E tanto meno convince il secondo argomento, poiché non si vede come acquistare le azioni in un momento di crisi della società (a un prezzo « basso », ma giusto) possa favorire « determinati azionisti ». Se si comprende la rilevanza preoccupazione, si tratterebbe di tutelare un principio di *parità di trattamento* tra azionisti nei confronti della società anche in occasione della operazione di acquisto di azioni proprie; ma tale problema trova (in generale affrontato dalla direttiva 77/91/CEE nell'*incipit* del primo paragrafo dell'art. 19), da un lato, espressa soluzione nella speciale disciplina delle società quotate (art. 152 T.U.F.) e, dall'altro, nelle società non quotate non si pone in termini dissimili anche quando la valorizzazione delle partecipazioni sociali tenda a esprimere prezzi « non bassi » (e quindi superiori alla soglia minima in ipotesi stabilita dalla deliberazione di autorizzazione assembleare).

Infine, neppure convince l'altra spiegazione data dalla dottrina (e a ben vedere non troppo dissimile da quella testé confutata): quella per cui l'operazione non dovrebbe avere « carattere speculativo... », ma piuttosto contemperare l'interesse della società con quello del socio alienante » [così G. PARRISORRI (nt. 5), 595; e negli stessi termini F. CARROZZI (nt. 5), 70 s., il quale tuttavia concede che « mentre è chiara la ragione dell'indicazione del prezzo massimo... lo è assai meno quella della indicazione del corrispettivo minimo »]. Non è infatti dato comprendere come, e perché la società (con la sua deliberazione) dovrebbe e potrebbe tutelare l'interesse individuale (e per definizione contrapposto in un contratto a prestazioni

lo statuto non permettono di distribuire, meno quella parte del capitale sottoscritto — e in ciò è la novità rispetto al regime comunitario previgente — costituita « dall'importo del capitale sottoscritto non richiesto dalla società quando quest'ultimo » (e cioè la parte non richiesta) « non è contabilizzato all'attivo del bilancio ».

(iii) Si deve trattare di azioni interamente liberate.

Fino a qui la norma riprende la originaria impostazione della seconda direttiva, salvo: (i) invocare in apertura il principio di parità di trattamento tra soci; (ii) eliminare il limite del decimo del capitale sociale come tetto massimo agli acquisti delle azioni proprie; e, come si è detto, modificare (iii) la durata massima dell'autorizzazione e (iv) il parametro del capitale sociale per determinare l'ammontare dei valori che non possono essere utilizzati per acquistare le azioni proprie.

5. Ma il legislatore comunitario della semplificazione non si ferma qui e pensa bene di aggiungere che gli Stati membri « possono inoltre subordinare le acquisizioni... ad una delle seguenti condizioni » (art. 19, paragrafo 1, ultimo comma; corsivo ovviamente aggiunto).

Prima condizione: che « (i) il valore nominale o, in mancanza di valore nominale, il valore contabile delle azioni acquisite, comprese le azioni acquisite in precedenza dalla società e detenute nel suo portafoglio, nonché le azioni acquisite da una persona che agisce in nome proprio, ma per conto della società, non superi un limite determinato dagli Stati membri. Tale limite non può essere inferiore al 10% del capitale sottoscritto ». E qui iniziano i misteri: perché mai richiedere che il limite non sia inferiore

corrispettivo) del socio alienante, il quale, ovviamente, resta libero di vendere o non vendere a un certo prezzo (« basso »), e che, comunque, dispone della panoplia degli strumenti privatistici a tutela della sua posizione di contraente (a principiare dalla rescissione).

La realtà è che è illogico, da un lato, consentire che la società acquisti a titolo gratuito le sue azioni (art. 2557-bis, comma 2, n. 2, c.c.) e, dall'altro, impedire che la stessa società possa approfittare della possibilità di acquistare da un socio azioni a un prezzo particolarmente conveniente (e cioè più « basso » rispetto alla soglia prefissata).

Per tutte queste ragioni bene avrebbe fatto il legislatore comunitario, in occasione della recente opera di semplificazione, ad abrogare quella previsione.

Che poi, in assenza di una prescrizione normativa che imponga la determinazione di un prezzo minimo, la deliberazione assembleare di autorizzazione possa comunque determinare (o una previsione statutaria richiederne la determinazione; e si veda espressamente in questo senso l'art. 19, paragrafo 1, ultimo comma, lett. ii, della seconda direttiva così come ora modificata) è un altro discorso, che non contraddice affatto il ragionamento appena svolto sulla illogicità della previsione normativa (e che va invece assimilato a quello svolto più oltre nel § 10, al quale quindi si rinvia).

nazionale potrebbe sempre vietare l'acquisto delle proprie partecipazioni da parte di una società per azioni da esso regolata. Per questa ragione non si hanno soverchi dubbi ad affermare che in realtà la direttiva è come se dicesse che «gli Stati membri possono inoltre subordinare le acquisizioni... ad una o più delle seguenti condizioni...». D'altra parte, la soluzione non può che essere questa di fronte ad una direttiva, come incontestabilmente è quella di cui ci stiamo occupando, che si pone come obiettivo quello di imporre un *livello minimo* di protezione degli interessi presi in considerazione.

Ma, anche così risolta questa prima questione interpretativa, un dubbio più profondo resta e si traduce nel domandarsi che senso abbia prevedere un catalogo di ulteriori possibili condizioni cui subordinare la fattibilità della operazione di acquisto delle azioni proprie se la scelta relativa alla ammissibilità della operazione stessa è lasciata alla libera determinazione dei legislatori nazionali. Delle due l'una: o si lasciano i singoli diritti societari sovrani di decidere se ammettere o meno l'acquisto della proprie azioni, e allora non ha senso tipizzare i requisiti e i limiti massimi (mentre ha ovviamente senso dettare condizioni e limiti di salvaguardia minimi); oppure si tipizzano (e conseguentemente si uniformano le legislazioni nazionali a) condizioni, requisiti e limiti anche massimi, ma allora si impone una uniformità dei singoli diritti societari anche in punto di ammissibilità della operazione.

6. Di fronte alle appena richiamate modificazioni della seconda direttiva, il legislatore italiano ha ritenuto, e ciò benché le modifiche recate dalla direttiva 2006/68/CE non imponessero alcun cambiamento alla previgente disciplina italiana dell'acquisto delle azioni proprie, di dettare i seguenti principi e criteri di delega: (i) «non avvalersi, con riguardo alle sole società che non fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio, della facoltà prevista dall'art. 19, paragrafo 1, numeri da 1) a 11)»; (ii) «avvalersi, con riguardo alle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio, della facoltà di cui all'art. 19, paragrafo 1, numero 1)», confermando la durata massima di diciotto mesi e il limite del 10 per cento del capitale di cui, rispettivamente, ai commi secondo e terzo dell'articolo 2357 del codice civile» (art. 25 l. 25 febbraio 2008, n. 34).

Sulla base di queste indicazioni, il legislatore delegato si è limitato a modificare il terzo comma dell'art. 2357 c.c. come segue: «Il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la decima parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni pos-

al decimo se l'operazione di acquisto può addirittura non essere consentita? In altre parole: dove è la coerenza di un legislatore comunitario che consente che un certo diritto societario nazionale vieti l'acquisto di azioni proprie, ma non permette che un altro diritto societario consenta l'acquisto di azioni proprie nel limite, per esempio, del ventesimo del capitale sociale? Non ci sembra che vi sia alcuna coerenza, e si noti che la prospettiva è completamente ribaltata rispetto alla originaria versione della direttiva che infatti prevedeva (con ben diversa coerenza e tenuta logica) che il valore nominale delle azioni non poteva superare il decimo del capitale.

Seconda condizione: che «*ii*») la facoltà della società di acquisire azioni proprie... il numero massimo di azioni di acquisire, il periodo per il quale la facoltà è accordata nonché l'importo del corrispettivo minimo o massimo risultino dallo statuto o dall'atto costitutivo della società»; ciò significa che i diritti nazionali possono subordinare la possibilità dell'acquisto di azioni proprie alla espressa previsione del singolo statuto societario o, se si vuole dire in termini più di moda, che i diritti nazionali possono prevedere un regime di *opt-in* statutario dell'acquisto delle azioni proprie.

Ulteriori condizioni: che «la società soddisfi requisiti adeguati in materia di obblighi di comunicazione e di notifica»; che «talune società, come stabilito dagli Stati membri, possono essere tenute ad annullare le azioni acquisite, a condizione che un importo equivalente al valore nominale delle azioni annullate sia iscritto in una riserva che non può essere distribuita agli azionisti eccetto in caso di riduzione del capitale sottoscritto. Tale riserva può essere utilizzata solo per aumentare il capitale sottoscritto mediante capitalizzazione delle riserve»; che «l'acquisizione non pregiudichi la soddisfazione dei diritti dei creditori» (e anche quest'ultima è una disposizione stranissima, perché in realtà dovrebbe essere, e per molti aspetti è, proprio la parte non derogabile della direttiva a garantire la posizione dei creditori).

Prima di valutare le singole opzioni che appaiono lasciate ai legislatori nazionali, si deve cercare di capire se esse siano possibilità alternative o se possano essere cumulate. La lettera della direttiva lascerebbe propendere per la prima ipotesi («Gli Stati membri possono... subordinare le acquisizioni... ad una delle seguenti condizioni...»), la logica per la seconda. Non sembra, infatti, che abbia alcun senso imporre ai legislatori nazionali di subordinare l'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie, tanto per fare un esempio, alla previsione di un limite di tipo quantitativo *oppure* alla condizione che l'acquisto non pregiudichi la posizione dei creditori. A parte il fatto che sono requisiti tra loro molto poco omogenei, non si riesce a vedere cosa dovrebbe mai impedire di adottare più di una condizione e anche tutte le condizioni insieme. Si tenga sempre a mente il fatto che il singolo diritto

sedute da società controllate». Non esiste quindi più un limite di tipo quantitativo all'acquisto delle proprie azioni da parte delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Il legislatore delegato non ha invece ritenuto di ampliare il limite temporale massimo di validità della autorizzazione assembleare per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, cosa che pure avrebbe potuto fare nel pieno rispetto dei criteri di delega.

Merita poi di essere sottolineato, nel primo censimento delle novità della riforma, come neppure risulti modificato il secondo comma dell'art. 2557-bis c.c.: *rimane quindi immutato il limite della decima parte del capitale sociale per i casi speciali* di acquisto di proprie azioni, diversi dall'acquisto finalizzato alla riduzione del capitale sociale attraverso l'annullamento delle azioni; e ciò vale tanto per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio quanto per quelle che non vi fanno ricorso (dal momento che la norma dell'art. 2557-bis, comma 2, c.c., come si è appena detto, non distingue).

Difficoltà all'acquisto di aliquote eccedenti il decimo del capitale sociale sembrano poi anche derivare — pure con riguardo a una società che non faccia ricorso al mercato del capitale di rischio — da quello che appare come un difetto di coordinamento tra nuovo terzo comma dell'art. 2557 c.c. e (immutato) terzo comma dell'art. 2559-bis c.c. Quest'ultima disposizione, infatti, continua a prevedere che in nessun caso il valore nominale delle azioni (o quote) di una società controllante acquistate da parte di società controllate può eccedere la decima parte del capitale della società controllante, tenendosi conto a tal fine delle azioni o quote possedute dalla medesima società controllante e dalle società da essa controllate⁽¹²⁾.

7. Resta comunque il fatto che la più evidente novità che emerge dalla riforma della disciplina dell'acquisto delle proprie azioni — e cioè la espresa abrogazione del limite del decimo del capitale per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio — si traduce in un ulteriore momento di significativa distinzione tra lo statuto delle società « chiuse » e quello delle società « aperte »⁽¹³⁾.

(12) Nel medesimo senso si legga ora M.S. STOLIBORO, *Attuazione della direttiva 2006/68/CE sui conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, 74.

(13) A tale riguardo si deve ricordare come fosse stato percepito, ben prima di questa riforma, il significato profondamente diverso che la operazione di acquisto di proprie azioni assume o tende ad assumere nei due contesti delle società quotate e non quotate: P. FERRO-

Le spiegazioni alla base di questo ulteriore momento di distinzione possono essere tante. Anzitutto potrebbe pensarsi che, se la società è aperta al mercato, è necessario che le sue partecipazioni siano disponibili in misura significativa al pubblico degli investitori, anche per non precludere o limitare la contendibilità della società⁽¹⁴⁾. Inoltre, potrebbe essere utile porre limiti al potere degli amministratori di incidere sul prezzo delle azioni e quindi manipolare il mercato attraverso gli acquisti delle proprie partecipazioni.

D'altro lato, la soppressione del limite potrebbe svolgere utili servizi proprio con riguardo alle società chiuse dove è più difficile per i soci, per l'assenza di un mercato stabile delle azioni, disinvestire la propria partecipazione in società.

Resta da chiedersi, di fronte a questo nuovo assetto che amplia la possibilità di ricorso all'acquisto di azioni proprie nelle società azionarie chiuse, se sia sistematicamente giustificabile l'assoluto divieto di acquisto delle proprie quote posto in Italia per le società a responsabilità limitata (art. 2474 c.c.; e per una soluzione opposta si veda infatti la disciplina tedesca della *GmbH*: § 53 *GmbHG*⁽¹⁵⁾).

Più in generale, il dubbio consiste nel non avere graduato la disciplina dell'acquisto delle proprie partecipazioni da parte delle varie tipologie di società di capitali in ragione della loro apertura al mercato. È infatti vero, come si ripete ormai da tempo⁽¹⁶⁾, che l'operazione di acquisto delle proprie partecipazioni può assumere due significati radicalmente diversi: quello di rimborso ai soci dell'investimento nel capitale di rischio della so-

Luzzi, *L'antropologia societaria: riflessioni sulla natura e sulle vicende delle azioni proprie in portafoglio*, in questa *Rivista*, 2001, 1288; E. WYMERESCHI (nt. 10), 20.

(14) Ed infatti proprio per limitare la contendibilità del controllo delle società quotate italiane nell'attuale momento di crisi viene ora proposto, in un emendamento a una legge in corso di approvazione alla Camera (emendamento presentato dai relatori del provvedimento deputati Milanese e Rasi), di innalzare il limite del decimo del capitale sociale a un quinto (la notizia è tratta, nel giorno in cui si licenzia questo lavoro, da R. SARAVESI, *In Borsa lo scudo anti-raider*, in *Il Sole-24 Ore*, 19 marzo 2009, 5, che scrive « le società quotate potranno raddoppiare la quota detenibile di azioni proprie portandola fino al 20 per cento. E, anche superrandola, avranno tempo fino a 5 anni per alienare l'eccedenza »).

(15) Cfr. per tutti P. KRATZ, *Von der Einmann- zur «Keinmann»-GmbH*, in *Festschrift fuer W. Stimpel*, Berlin-New York, 1985, 379 ss., dove (a 381 ss.) anche accurata rassegna delle diverse posizioni espresse dalla giurisprudenza pratica e teorica.

(16) Cfr., per tutti, P. FERRO-LUZZI (nt. 13), 1278 ss.; E. GIBBERIA, *La sottoscrizione di azioni proprie*, in *Il nuovo diritto delle società*, *Liber amicorum G.F. Campobasso*, diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, I, Torino, 2007, 697 ss.; P. SANTUCCIO, *Profili economici dell'acquisto delle azioni proprie e integrità del capitale*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, a cura di M. NOTARI, Milano, 2008, 337 ss.

cietà — e quindi di tecnica di disinvestimento — e quello di investimento di una parte del patrimonio sociale. Ma allora, sembrerebbe logico fare una scelta univoca: se si valorizza la prima funzione (come pure sembrerebbe avere voluto il più recente legislatore nazionale), non vi è ragione di vietare l'operazione nella società a responsabilità limitata, dove maggiormente avvertita appare l'esigenza di approntare metodi di disinvestimento alternativi al mercato delle quote; se invece si dovesse riconoscere utilità alla seconda funzione, non sarebbe ragionevole limitarne il ricorso proprio nelle società i cui titoli rappresentano al massimo grado — proprio in quanto quotati su di un mercato regolamentato — l'oggetto standardizzato di un investimento mobiliare (come tale tendenzialmente insensibile alle caratteristiche personali dell'investitore che attualmente lo detiene, e che, quindi, può essere anche il suo stesso emittente).

8. La assenza di un limite all'acquisto di azioni proprie per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio consente e anzi impone oggi di ragionare, e forse non in sola chiave teorica, sulla figura della *società senza soci* (17).

Resta ovviamente l'*ostacolo di natura economica*, cioè di convenienza e razionalità, alla realizzazione dell'acquisto da parte della società di tutte le sue azioni. Ed in vero, poiché azioni proprie possono essere acquistate solo con gli utili distribuibili e le riserve disponibili, l'ultima azione in circolazione non potrebbe mai essere acquistata dalla società al suo vero valore (con tale valore intendendosi quello basato sulla consistenza patrimoniale della società), dal momento che esso dovrebbe necessariamente anche comprendere quello del capitale sociale e delle riserve non distribuibili (18). In

(17) Come si è già accennato (al § 3) e come si tornerà a dire meglio *sub* § 9, il limite quantitativo agli acquisti, (pur ora) posto dal terzo comma dell'art. 2357 c.c., può essere superato (nel senso, cioè, che tale limite non opera) ove si debba procedere alla liquidazione della quota del socio receduto ai sensi dell'art. 2437-*quater*, comma 5, c.c. Preme qui tuttavia chiarite che in questi casi non è però possibile che la società acquisti tutte le sue azioni: infatti, come espressamente prevede la legge, l'acquisto deve comunque avvenire solo con (tutti e) riserve disponibili e, come si dirà meglio subito appresso nel testo, la determinazione del valore della intera partecipazione sociale, con la quale si sia in ipotesi (retratta) receduto, dovrà necessariamente tenere conto di valori patrimoniali ulteriori (e anzitutto del capitale) rispetto a quelli delle riserve disponibili e degli utili distribuibili (art. 2437-*ter* c.c.); sicché, queste ultime poste, per quanto in concreto ample, non potranno mai essere sufficienti per realizzare una operazione di integrale acquisto delle proprie azioni.

(18) Cfr. C. VIVANTE (nt. 4), 325: « Queste operazioni di acquisto trovano rapidamente un limite in queste considerazioni finanziarie e giuridiche: a) col successivo acquisto delle azioni il loro valore aumenta di necessità fino ad un limite proibitivo, perché gli azionisti rima-

altre parole, è dimostrato matematicamente che l'unico socio non avrebbe mai convenienza a vendere la sua ultima azione alla società che la ha emessa.

Tuttavia, questo limite può essere superato attraverso un comportamento diseconomico, ma non per questo di per sé illegittimo, dell'ultimo socio diverso dalla società soci di se stessa.

Resterebbe allora il limite, poiché il diritto di voto con le azioni proprie è sospeso (art. 2357-*ter*, comma 2, c.c.), della impossibilità di funzionamento o della continuata inattività dell'assemblea (art. 2484, n. 3, c.c.); limite che si traduce in causa di scioglimento della *Keimungsgesellschaft*. Si tratta tuttavia di una causa di scioglimento che interviene a una certa distanza di tempo e che in ogni caso lascia sopravvivere per un po' la società senza soci. Anzi è a dirsi — se non ci si inganna — che nelle società organizzate con il sistema di amministrazione dualistico questo lasso di tempo sembrerebbe poter andare ben oltre l'esercizio sociale; la società potrebbe infatti sopravvivere per tutto il tempo in cui il consiglio di sorveglianza, al quale compete tra l'altro l'approvazione del bilancio (oltre che la nomina dei consiglieri di gestione), resta in carica. E, d'altra parte, gli amministratori della società senza soci potrebbero, se previamente autorizzati dalla assemblea dei soci (diversi da sé), rivendere almeno una parte delle proprie azioni evitando così la causa di scioglimento (19).

In ogni caso, per poco o molto che sia durata, la società senza soci fa sorgere il seguente ulteriore problema (20): quello di stabilire la destinazione dell'eventuale residuo della liquidazione (21). Secondo una prima possibile

si in possesso del titolo ne esigeranno un prezzo equivalente al valore totale dell'azienda sociale, come se fosse divisibile tra loro solamente; b) essendo il valore effettivo delle azioni eguale al valore complessivo del capitale, della riserva, e degli utili da distribuirsi, questi non potranno mai formare una somma sufficiente per acquistarle completamente. Se ciò fosse possibile, la società si trasformerebbe in un corpo morale per mancanza di soci ».

(19) Ciò infatti appare oggi sicuramente possibile all'esito della riforma organica del diritto societario che ha modificato il primo comma dell'art. 2357-*ter* c.c. come segue: « Gli amministratori non possono disporre delle azioni acquistate... se non previa autorizzazione dell'assemblea, la quale deve stabilire le relative modalità. A tal fine possono essere previste... operazioni successive di acquisto e di alienazione ».

(20) Non è invece un problema quello della nomina dei liquidatori nella società senza soci, dal momento che, in applicazione dell'art. 2487, comma 2, c.c., ad essa provvederà il tribunale con decreto.

(21) Il problema è semplicemente posto, ma non risolto, da M.S. SROLIVARO (nt. 12) 74, che tuttavia pare considerare l'ipotesi della società senza soci solo ipotetica e anzi probabilmente inimmaginabile e inconcepibile; ed infatti scrive: « ... ci si chiede se sia concepibile che la società acquisti tutte le sue azioni e diventi unico socio di se stessa. Anche se si ammettesse questa ipotesi, pare ovvio che, poiché l'assemblea è organo necessario della società, una

impostazione la società senza soci dovrebbe essere assimilata a una fondazione con scopo di lucro (ma senza possibilità di sua distribuzione o destinazione)⁽²²⁾; conseguentemente, dovrebbe applicarsi per analogia la disciplina della devoluzione dei beni delle fondazioni sciolte (art. 51 c.c.)⁽²³⁾. Tuttavia, potrebbe anche ipotizzarsi una diversa soluzione, che anzi a noi appare maggiormente convincente: quella che applichi (sempre per analogia) il principio di cui alla norma dell'art. 586 c.c. sulla successione dello Stato in mancanza di altri destinatari della successione.

9. Il mutato assetto della legislazione comunitaria in materia di acquisto di azioni proprie è idoneo a modificare il sistema del diritto nazionale anche al di là di quanto espressamente previsto in sede di recepimento. Infatti, in virtù di quel meccanismo su cui nella nostra letteratura ha opportunamente richiamato l'attenzione soprattutto Roberto Weigmann⁽²⁴⁾, le situazioni del genere non potrebbero protrarsi. La questione insomma, diventerebbe se sia immaginabile una situazione transitoria, in cui la società non avrebbe altri soci che se stessa, destinata fatalmente a cessare al momento in cui si deve approvare il bilancio o deliberare la nomina degli organi sociali scaduti. Giunto questo momento senza avere ceduto almeno un'azione a terzi, la società dovrebbe essere sciolta e liquidarsi per impossibilità di funzionamento dell'assemblea: ma in questo caso, chi sarebbe destinatario dei proventi della liquidazione? Certo, la prospettiva di una società per azioni che sostanzialmente sarebbe (sia pure transitoriamente) un patrimonio personalizzato, come una fondazione, è quanto meno inquietante. Ma a noi sembra che la ipotesi sia, allo stato del diritto vigente, facilmente immaginabile, per nulla inconcepibile e, tutto sommato, ben poco «inquietante» (e cf. già M. STELLA RICHTER Jr. *Prime notazioni sul numero dei soci*, in *La rilevanza dei numeri nel diritto commerciale*, a cura di U. MORRIS, G. OLIVIERI e M. STELLA RICHTER Jr. Milano, 2001, 79 ss. l; al massimo la definiremmo, per le ragioni esposte nel testo, poco pratica e quindi, probabilmente, assai infrequente e certamente non rilevante).

(22) In un ordine di idee analogo cfr. C. SALOMÃO FURTADO, *Sociedade sem sócio*, in *O novo direito societário*, São Paulo, 1998, 127 ss., spec. 131 s. Sul rapporto tra società senza soci e fondazione cfr., anche per gli opportuni riferimenti alla vasta letteratura tedesca, A. ZOPF, *Le fondazioni. Dalla tipicità alle tipologie*, Napoli, 1995, 225 ss.

(23) In questa prospettiva, l'acquisto dell'ultima azione da parte della società dovrebbe essere equiparato a una trasformazione eterogenea (art. 2500-septies c.c.) e pertanto per produrre effetto presupporrebbe, in analogia con quanto previsto dall'art. 2500-novies c.c., la mancata opposizione o il soddisfacimento dei creditori sociali.

(24) R. WEIGMANN, *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nella Unione europea*, in *Contratto e impresa/Europa*, 1996, 487 ss., spec. 493 ss.; Id., voce *Società per azioni del Digesto*, Torino, 1997, § 53, 63 s. (dell'estratto). Ma cfr. anche F. DE SOZZA, *Le società, in I cinquant'anni del codice civile*, I, Milano, 1993, 322 s.; P.C. JACGER, *Profili dell'armonizzazione del diritto societario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1994, 687 s.; G. MARASÀ (nt. 1), 71; S. FORTUNATO, *Il diritto societario in prospettiva europea: principi generali e ricadute comunitarie*, in questa *Rivista*, 1994, 432; e, soprattutto, M. LUTTER, *Die Auslegung ungeschriebenen Rechts*, in *Juristen Zeitung*, 1992, 593 ss.; Id., *Osservazioni complementari sull'interpretazione del di-*

regole nazionali di una porzione di diritto «europeizzato» vanno comunemente interpretate (pure in occasione di «recepimenti taciti») alla luce del diritto comunitario, *anche sopravvenuto*; e, aggungeremo, anche «in negativo», ossia quando lo *jus superveniens* si atteggi, in buona sostanza, in una abrogazione di precedenti regole comunitarie (come è, appunto, nel caso delle modificazioni alla seconda direttiva di cui occupiamo).

Dal nostro angolo visuale, ciò appare particolarmente evidente con riguardo alla questione dell'eventuale limite all'acquisto delle proprie azioni ai sensi dell'art. 2437-*quater*, comma 5, c.c. Come si è già avuto modo di ricordare⁽²⁵⁾, la società per azioni, in determinate circostanze, può trovarsi nella condizione di dovere rimborsare al socio o ai soci receduti le azioni acquistandole «anche in deroga a quanto previsto dal terzo comma dell'art. 2557», ma pur sempre utilizzando utili o riserve disponibili⁽²⁶⁾. Così fu previsto in occasione della riforma del diritto societario del 2005.

Tuttavia, la maggior parte degli interpreti⁽²⁷⁾ si affrettò ad affermare che in realtà la norma autorizzava solo a superare il limite del decimo del capitale di cui al terzo comma dell'art. 2557 c.c., ma che comunque si doveva rispettare l'obbligo di successiva alienazione (entro l'anno dall'acquisto) o annullamento, posto dal successivo quarto comma. L'argomento letterale su cui fondava questa interpretazione — e cioè che l'art. 2437-*quater*, comma 5, c.c. non reca alcuna deroga all'art. 2557, comma 4, c.c., ma solo al suo terzo comma — era (ed è) privo di senso. L'art. 2557, comma 4, c.c. testualmente prevede: «Le azioni acquistate in violazione dei comini prece-

rito interno armonizzato delle società e del mercato finanziario, in *L'interpretazione del diritto privato europeo e del diritto armonizzato*, a cura di R. COLONNA, R. SCHULZE e S. TROIANO, Napoli, 2004, 125 ss., spec. 127 s.; R. SCHULZE, *L'interpretazione del diritto privato europeo e del diritto armonizzato*, ivi, 9 ss., spec. 16 ss.; M. ZALBERG, *Interpretazione «comunitaria» conforme» e creazione giurisprudenziale del diritto negli Stati membri*, ivi, 131 ss., spec. 146 ss., dove gli ulteriori necessari riferimenti. Più in generale, sulla «interpretazione del diritto interno derivato», può da ultimo vedersi F. RUSSO, *L'interpretazione dei testi normativi comunitari*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. LUCICA e P. ZATTI, Milano, 2008, 285 ss. (273). *Supra* § 3.

(26) Per la realtà, il quinto comma dell'art. 2437-*quater* c.c. si riferisce espressamente solo alle «riserve disponibili»; ma in nessun modo è a dubitarsi che all'uopo possano anche essere adoperati utili (pureché risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato): così infatti, ad esempio, S. CARRELLI (nt. 9), 838. Il dubbio — che (troppo problematicamente) solleva M.F. BARONI (nt. 8), 585 s., pur alla fine risolvendolo nel senso qui detto — non ha in effetti ragion d'essere; ed in vero basta continuare a leggere l'art. 2437-*quater* c.c. e, in particolare, il suo sesto comma, che recita: «In assenza di utili o riserve disponibili...», così recuperando, anche dallo specifico punto di vista che ci interessa, la (peraltro necessaria) equiparazione tra riserve disponibili e utili.

(27) Per le citazioni si veda *supra* nt. 9.

deniti» (e quindi anche del terzo comma) «debbono essere alienate... entro un anno dal loro acquisto...»; ma se l'art. 2437-*quater*, comma 5, c.c. espressamente esonera gli acquisti, di cui ora ci si occupa, dalla applicazione del terzo comma dell'art. 2357, ciò significa che *mai* si potrà dare, con riferimento agli stessi, una *violazione* del precetto recato da quel comma e, quindi, mai scatterà il presupposto da cui discende l'obbligo di alienazione o annullamento (di cui al comma successivo). Tutto ciò per quanto riguarda la infondatezza dell'argomento letterale.

La lettura che voleva comunque operante l'obbligo di successiva alienazione (o annullamento) delle azioni aveva, tuttavia, un fondamento più raffinato e solido: l'art. 2437-*quater*, comma 5, c.c. (pur chiaro nel suo tenore letterale) avrebbe contrastato con il disposto della seconda direttiva in materia societaria (e in particolare con l'art. 19, par. 1, lett. *b*), e, quindi, doveva comunque intendersi operante l'obbligo di successiva alienazione (o annullamento) delle azioni acquistate oltre il decimo. Si trattava, cioè, di un settore del diritto «europeizzato», la cui ricostruzione e interpretazione non poteva che avvenire alla luce e in conformità dei principi e delle regole sovraordinati posti dal diritto comunitario.

Orbene, proprio perché oggi la norma comunitaria (sovraordinata) è — come si è detto — cambiata e poiché non esiste più nella direttiva una regola inderogabile che ponga un limite quantitativo all'acquisto delle azioni proprie, quel vincolo di interpretazione conforme viene meno e ne consegue che l'esonero dall'applicazione dell'art. 2357, comma 5 (e quindi comma 4), c.c., nei casi di acquisto di cui all'art. 2437-*quater* c.c., riacquista il suo pieno vigore secondo il senso fatto palese dal significato proprio delle parole delle appena richiamate disposizioni. In definitiva, ne consegue che oggi, in caso di acquisto delle azioni proprie da soci receduti, il limite del decimo del capitale sociale potrà legittimamente essere superato, senza obbligo di successiva alienazione, tanto con riguardo a società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio quanto con riguardo a società che fanno ricorso a tale mercato.

È questo — ci sembra — un significativo esempio di come la modificazione della seconda direttiva incida anche su quella parte del nostro diritto nazionale lasciata (formalmente) immutata dai provvedimenti normativi di recepimento e che dimostra — se mai ce ne fosse bisogno — l'essenza di un *systema* alla cui formazione concorrono norme comunitarie (sovraordinate) e norme nazionali (sottordinate).

Giacché siamo in tema, può ancora segnalarsi come invece la mancata modificazione dell'art. 18, par. 1, della seconda direttiva (a mente del quale «La società non può sottoscrivere azioni proprie») lascia in vita tutti i

dubbi di compatibilità della previsione degli artt. 2357-*ter*, comma 2, secondo periodo, e 2357-*quater*, comma 1, *incipit*, c.c. con il precetto comunitario. Residua cioè la sensazione che è difficile, se non impossibile, dimostrare la coerenza di quest'ultima previsione con il reciso e assoluto divieto di cui all'art. 18 della seconda direttiva⁽²⁸⁾; resta quindi probabile che, dovendo la norma comunitaria prevalere, l'unico significato utile che si possa attribuire all'art. 2357-*ter*, comma 2, c.c. sia quello di riconoscere alla società la spettanza del diritto di opzione ai soli fini della sua alienazione⁽²⁹⁾. In questo senso, è stato sicuramente un errore non avere colto l'occasione fornita dal d.lgs. n. 142/2008 per rimettere mano alla disciplina dell'esercizio del diritto di opzione della società socia di se stessa, per eliminare il patente contrasto col divieto comunitario di sottoscrizione delle proprie azioni, e, volendo, per espressamente consentire la sola alienazione delle opzioni⁽³⁰⁾.

(28) Nel senso che il rapporto tra norma comunitaria e norme nazionali sia di piena contraddizione v. M.F. BARONI (nt. 8), 401 ss.; M. BUCSI (nt. 8), 577; G.F. CASARASSO (nt. 8), nt. 116 a 254; S.A. CERRATO, *sub art. 2357-2357-*quater** (nt. 8), 420 ss.; *Id.*, *Le azioni proprie* (nt. 8), 413 ss.; *Id.*, *Le operazioni sulle proprie azioni* (nt. 8), 148; V. DESSAVALI (nt. 8), 200; F. FERRELLI-F. CORSI (nt. 8), 465; D. GALUZZI (nt. 9), nt. 24 a 1609; P. MANTOVANI, *La società quotate. In Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cotino, IV.2, Padova, 2004, 113; G.B. PORTALE, *Riforma delle società di capitali e limiti di effettività del diritto societario*, in *Società*, 2005, 264; *Id.*, (nt. 9), 110 s.; M. SARALE, *Il nuovo volto dell'assemblea sociale, in Il nuovo diritto societario*, a cura di S. AMBROSINI, I, Torino, 2005, 164 s.; e, in termini dubitativi, M. NOTARI, *Relazioni introduttive* (nt. 8), 514 s. L'idea di quest'ultimo autore — e che anche M. NOTARI, *Disposizioni generali* (nt. 8), 155, nonché L. ARDUZZANI (nt. 8), 551 e G. PIRELLA-M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*³, II, Bologna, 2007, 99 — sembrerebbe essere quella per cui l'esercizio del diritto di opzione e la sottoscrizione di azioni proprie in caso di aumento di capitale si tradurrebbero in un passaggio di riserve (disponibili) a capitale e quindi sarebbe da equiparare ad una ipotesi di aumento gratuito del capitale.

Per un tentativo di conciliare la nuova norma interna col precetto comunitario, attraverso una (per vero non proprio naturale) interpretazione orientata al fine dell'art. 18, par. 1, della seconda direttiva, cfr. E. GISEVIA (nt. 16), 692 ss.

Nel senso invece della perfetta conformità del diritto interno a quello comunitario, è ciò che con la previsione recata dalla riforma italiana del diritto societario si sta voluto «rispondere alla possibilità concessa dalla II Direttiva Cee di consentire l'esercizio di altri diritti che non siano quello di voto (art. 22, primo comma, lett. *a*)», si legge D.U. SACROSSO, *La riforma del diritto societario* (nt. 8), 100.

(29) In questo senso, già prima della riforma del 2005, R. NORDI-IM. VIOLE, *La riforma della società per azioni*, Milano, 1973, 354. E ora cfr. P. MONTAMENTI (nt. 28), 111 (seppure in termini dubitativi), e, con ampio sviluppo, S.A. CERRATO, *sub art. 2357-2357-*quater** (nt. 8), 427 ss.; *Id.*, *Le operazioni sulle proprie azioni* (nt. 8), 149 ss.; *Id.*, *Le azioni proprie* (nt. 8), 425 ss., dove anche riferimenti alle altre prese di posizione della dottrina.

(30) Eppure auspici che il legislatore ritornasse rapidamente a riformare tale disciplina non erano mancati in dottrina, ben prima che si potesse il problema del recepimento della se-

10. Prima di concludere ci si dovrebbe ancora chiedere se sia possibile, alla stregua del regime attualmente vigente, *prevedere statutariamente ulteriori limiti all'acquisto di azioni proprie*. Si potrebbe, ad esempio, pensare a una clausola che consenta l'acquisto nei limiti di una certa frazione del capitale sociale. A nostro modo di vedere, non c'è nessuna preclusione di principio alla limitazione statutaria all'acquisto di azioni proprie. Potrebbe anzi affermarsi che il singolo statuto possa legittimamente prevedere il divieto assoluto della operazione; come i soci possono in sede di assemblea ordinaria non autorizzare l'acquisto, così possono in sede di costituzione della società o di successiva modificazione dell'atto costitutivo vietare in linea di principio l'operazione. Inoltre, un limite di carattere quantitativo all'acquisto delle azioni proprie potrebbe essere legittimamente posto non solo nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, per le quali il legislatore nazionale ha deciso « di non avvalersi della facoltà prevista dall'art. 19, paragrafo 1, numero 1) », ma anche nelle società che invece vi fanno ricorso: infatti, se è vero che per queste società il legislatore nazionale ha imposto di avvalersi della facoltà prevista dall'art. 19, par. 1, 1), e se pure è vero che in tale norma si dica che, se ci si avvale di quella facoltà, allora il limite non può essere inferiore al decimo del capitale sottoscritto, è altresì vero che tale (a nostro parere irragionevole) ultima prescrizione comunitaria si rivolge e vincola esclusivamente i legislatori degli Stati membri e non le singole società, le quali, quindi, mantengono sul punto piena autonomia statutaria.

11. Quale è, dunque, il quadro complessivo che risulta dopo la più recente riforma in materia? Esso sembra potersi così riassumere.

Alle società a responsabilità limitata restano sempre preclusi sottoscrizione e acquisto delle proprie quote (art. 2474 c.c.).

Alle società cooperative, tanto per azioni quanto a responsabilità limitata, è consentito l'acquisto delle proprie azioni o quote al ricorrere di una determinata condizione relativa alla composizione del patrimonio della società (e cioè che il patrimonio netto della società sia superiore al quarto del suo complessivo indebitamento: artt. 2529 e 2545-*quinquies*, comma 2, c.c.); mentre è vietata la sottoscrizione delle proprie partecipazioni sia in sede di costituzione della società sia in sede di successivo aumento del capitale.

condita direttiva « semplificata », cfr. per tutti S.A. CERATO, *Le azioni proprie* (nt. 8), 439 s.; In, *Le operazioni sulle proprie azioni* (nt. 8), 158 s.

Alle società per azioni è vietata la sottoscrizione delle proprie azioni (art. 2357-*quater*, comma 1, c.c.). In sede di costituzione, l'operazione non potrebbe d'altronde neanche in astratto essere ipotizzata, dal momento che la società non esiste ancora. Anche in sede di aumento del capitale l'operazione è vietata, salvo che in attuazione dell'esercizio del diritto di opzione relativo ad azioni già possedute dalla società. Questo almeno a stare alla lettera dell'art. 2357-*ter*, comma 2, c.c., il quale, tuttavia, pone una regola in patente contrasto col diritto comunitario; regola che, per tanto, dovrebbe essere disapplicata⁽¹⁾.

In tutte le società per azioni è ammesso acquistare azioni anche oltre il limite del decimo, ove l'acquisto sia finalizzato alla riduzione del capitale sociale (il c.d. riscatto)⁽²⁾, e quindi comporti l'annullamento delle azioni acquistate (art. 2357-*bis*, comma 1, n. 1, c.c.).

In tutte le società per azioni è consentito, ed anzi imposto al ricorrere di determinate condizioni, l'acquisto delle proprie azioni per procedere alla liquidazione delle partecipazioni: in questi casi la società può dovere acquistare, nei limiti delle riserve disponibili (e degli utili distribuibili), anche quote di azioni proprie superiori al decimo del capitale sociale, senza perciò essere tenuta ad annullare le azioni eccedenti tale limite e a ridurre proporzionalmente il capitale sociale: in questo senso è la chiara lettera del quinto comma dell'art. 2437-*quater* c.c. (la quale, d'altra parte, risulta perfettamente compatibile con il precepto comunitario così come oggi « semplificato »⁽³⁾).

Nelle società per azioni che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio gli acquisti, diversi da quelli di cui all'art. 2437-*quater*, comma 5, c.c. e da quelli comunque effettuati per ridurre il capitale mediante riscatto e annullamento delle azioni, non possono eccedere la decima parte del capitale sociale⁽⁴⁾, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate (art. 2357, comma 3, c. 2357-*bis*, comma 2, c.c.).

Viceversa, nelle società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio gli acquisti delle proprie azioni sono ordinariamente consentiti, al ricorrere delle condizioni di cui ai primi due commi dell'art. 2557 c.c., senza limiti quantitativi; e tuttavia il limite del decimo del capitale sociale « rinvive » in due circostanze: (i) nei casi in cui le azioni siano acquistate

(1) Cfr. *supra* § 9.

(2) Cfr. per tutti G. AULETTA-N. SALANERO (nt. 8), 186 s.; G. COFFINO (nt. 8), 308; F. CALGANO (nt. 5), 142.

(3) Per la dimostrazione v. *supra* § 9.

(4) Salvo le ulteriori possibili modificazioni legislative appena preannunziate; cfr. *supra* nt. 14.

per effetto delle «speciali» operazioni di cui ai numeri 2), 3) e 4) del primo comma dell'art. 2557-bis c.c. (ma allora solo per la parte di azioni rivendute da tali speciali acquisti); (ii) nel caso in cui una società controllata acquisti azioni della società controllante (art. 2559-bis, comma 3, c.c.).

Quale sia la ragione di tutte queste distinzioni e continue «oscillazioni» di disciplina e quale sia la coerenza di un «sistema» siffatto non si è, francamente, in grado di dire. Però si è in grado di trarre, alla fine di tutto questo discorso, una diversa conclusione, che è la seguente: non sono solo le leggi italiane ad essere scritte, sempre più spesso, con sovrano disprezzo del sistema, della logica e della lingua⁽³⁵⁾; anche le norme comunitarie sono talora scritte discretamente male.

POSTILLA

Nelle note della pubblicazione di questo articolo le prospettive di ulteriore riforma della materia — cui si alludeva nelle note 14 e 34 — si sono realizzate. Con la legge 9 aprile 2009, n. 35 (di conversione del decreto-legge 10 febbraio 2009, n. 5, recante «misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi»), si è infatti prevista, attraverso l'inserimento di un nuovo comma 3-sexies all'art. 7 del citato d.l.:

(i) la sostituzione del terzo comma dell'art. 2557 c.c. con il 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 *quinta* parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate»;

(ii) la sostituzione del secondo comma dell'art. 2557-bis c.c. con il seguente: «Se il valore nominale delle azioni proprie supera il limite della *quinta* 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'eccezione il penultimo comma dell'articolo 2557, ma il termine entro il quale deve avvenire l'alienazione è di tre anni»;

(iii) la sostituzione del secondo comma dell'art. 2445 c.c. col seguente: «L'avviso di convocazione dell'assemblea deve indicare le ragioni e le modalità della riduzione. Nel caso di società cui si applichi l'articolo 2557, terzo comma, la riduzione deve comunque effettuarsi con modalità tali che le azioni proprie eventualmente possedute dopo la riduzione non eccedano la *quinta* parte del capitale sociale».

⁽³⁵⁾ E a questo proposito si consiglia di riprendere in mano M. ANSIS, *La legge oscurata*, Bari, 1987, che è sempre una lettura divertente, oltre che istruttiva.

Le appena indicate modificazioni sono state adottate, nelle intenzioni del legislatore, «al fine di sostenere le imprese interessate dall'attuale congiuntura economico-finanziaria rafforzando gli strumenti di difesa da manovre speculative», per usare le parole dell'*incipit* del comma 3-*quater* del medesimo art. 7 della l. 53/2009. E si nota incidentalmente trattarsi di un altro caso nel quale *lex imperat et docet*! L'evenienza sta divenendo frequente: la motivazione delle disposizioni è d'altronde la norma per regolamenti e direttive comunitari e non è mancato chi ha proposto di istituzionalizzarla anche in Italia o di richiederla almeno ove si tratti di leggi singolari, di leggi-provvedimenti (allora da assimilarsi quanto all'obbligo di motivazione ai provvedimenti amministrativi); sul tema della motivazione della legge cfr., da ultimo e anche per gli altri necessari riferimenti, L. GIANNINI, voce *Motivazione del Dizionario costituzionale*, a cura di M. ANSIS, Roma-Bari, 2000, 308; *Id.*, *Motivazione delle leggi e pubblicità dei lavori parlamentari*, in <http://www.consiglio.regione.toscana.it/leggi-e-banche-e-dati/Oli/Relazioni-monografiche/ANNO-2002/Torino%20apr-2002/Ciannini%20Motivazione-all4.pdf>; S. BACCALATTE, *La motivazione della legge. Profili teorici e giurisprudenziali*, Padova, 2008, *Id.*, *Brevi osservazioni sulla nuova legge toscana in materia di qualità della nominazione, con particolare riguardo all'obbligo di motivazione delle leggi*, in *Rass. parl.*, 2009, 185 ss. Per una critica v. invece R. LENER, *Basta passività, difendiamo l'italianità (l'OPA obbligatoria dinanzi alla crisi dei mercati)*, in corso di pubblicazione su *AGE*, 2009, § 61.

L'effetto di siffatte modificazioni è comunque, al di là delle intenzioni del legislatore storico (di cui si è interessata anche la stampa quotidiana), anzitutto quello di ridurre il livello di contendibilità del controllo delle società quotate italiane (il punto era stato chiarito già nello studio, seppure solo nella prospettiva *de lege ferenda*: cfr. nt. 14).

Non è questa «postilla» la sede per valutare l'opportunità di consimili interventi di urgenza; valutazione che, tra l'altro, imporrebbe prendere in considerazione almeno le modificazioni rese (anche qui in due fasi) alla disciplina sulle offerte pubbliche di acquisto: ci si riferisce cioè alle modificazioni al T.U.F. apportate dall'art. 15 del d.l. 29 novembre 2008, n. 185 (convertito con l. n. 2/2009) e dal già citato comma 3-*quater* dell'art. 7 della l. 53/2009 (c. cfr., per una prima valutazione al riguardo, L. ENRIQUES, *A dieci anni dal Testo Unico della Finanza: il ruolo delle autorità di vigilanza*, in *Giorn. dir. amm.*, 2009, 329 ss., e R. LENER, *Basta passività, difendiamo l'italianità*, cit., §§ 5 e 6). Qui ci si deve limitare a chiarire come la disciplina dell'acquisto delle proprie azioni (che ormai può a giusta ragione definirsi materia «tormentata») risulti oggi

ulteriormente modificata rispetto alle conclusioni appena rassegnate nel senso che segue.

La prima novità (e questo sembrerebbe essere il risultato essenzialmente voluto dal legislatore) riguarda le *società per azioni che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*: gli acquisti (diversi da quelli di cui all'art. 2457-*quater*, comma 5, c.c. e da quelli comunque effettuati per ridurre il capitale mediante riscatto e annullamento delle azioni) non possono eccedere la quinta parte del capitale sociale. Non è tuttavia molto chiaro come incida, ai fini del calcolo di siffatto limite quantitativo, l'eventuale possesso di azioni della controllante da parte della società controllata: infatti, se per un verso il nuovo terzo comma dell'art. 2357 c.c. espressamente prevede che la *quinta* parte del capitale sociale vada calcolata « tenendosi conto anche... delle azioni possedute da società controllate », per altro verso il terzo comma dell'art. 2359-*bis* c.c. continua, altrettanto espressamente, a prevedere un limite del decimo del capitale sociale per l'acquisto delle azioni (o quote) della controllante da parte della controllata e che ai fini del calcolo di tale limite si deve tenere conto delle azioni (o quote) possedute dalla medesima società controllante e dalle società da essa controllate. A nostro parere non si può ritenere che l'art. 2359-*bis*, comma 5, c.c. sia stato facilmente abrogato dall'ultima (o penultima) riforma, non foss'altro perché altrimenti si creerebbe una lacuna non conforme al dettato della seconda direttiva comunitaria; ne discende, allora, che l'unica soluzione interpretativa possibile (per quanto porti a risultato evidentemente poco logico) dovrà ritenersi quella per cui il limite sia del quinto se a integrarlo saranno solo azioni proprie e del decimo se in concreto concorrano azioni proprie e di controllate.

In secondo luogo deve rilevarsi — seppure sempre con la massima simpatia — che qualcosa cambia anche nelle *società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*: qui gli acquisti delle proprie azioni sono ordinariamente consentiti senza limiti quantitativi, al ricorrere delle condizioni di cui ai primi due commi dell'art. 2357 c.c., tuttavia (e questi non sembrerebbero essere risultati voluti dal legislatore dell'ultima riforma): (i) nei casi in cui le azioni siano acquistate per effetto delle « speciali » operazioni di cui ai numeri 2), 5) e 4) del primo comma dell'art. 2357-*bis* c.c. subentra il limite del *quinto* del capitale sociale ora posto dal secondo comma dell'art. 2357-*bis* c.c.; (ii) nel caso in cui una società controllata acquisti azioni della società controllante rivive il limite del decimo (tutt'ora previsto dall'art. 2359-*bis*, comma 3, c.c.).

In definitiva, dalla più recente novella discende un sistema ancora più frammentario e incoerente, che conferma, ove ve ne fosse stato bisogno,

quel senso di disorientamento dell'interprete al quale accennavo in conclusione del mio studio.

POSTILLA ALLA POSTILLA

Nel momento in cui si licenzia per la stampa anche la postilla, si apprende che l'Autorità garante della concorrenza e del mercato ha comunicato al Parlamento un parere nel quale richiede che le misure « antiscalata » della l. n. 35/2009, e quindi anche quelle relative all'innalzamento del limite per l'acquisto delle azioni proprie dal decimo al quinto del capitale sociale, abbiano « carattere di temporaneità, che ne confermi la natura eccezionale, ancorandone la durata alle specifiche esigenze e necessità dettate dalla crisi finanziaria in atto », e ciò al fine di evitare che siffatte misure si traducano in « un indesiderato elemento di contrasto allo sviluppo efficiente dei mercati azionari ». La disciplina dell'acquisto delle proprie azioni potrebbe perciò nuovamente mutare.