

**Molto più di un
commentario**

**SCOPRI
LE PROMOZIONI
RIVOLGITI AL TUO
AGENTE GIUFRÈ
DI FIDUCIA**

... un'attività specialistica, riservata per offrire ai professionisti risposte chiare ed
... un'attività specialistica, riservata per offrire ai professionisti risposte chiare ed
... un'attività specialistica, riservata per offrire ai professionisti risposte chiare ed

anno 54° luglio-agosto 2009 fascicolo 4°

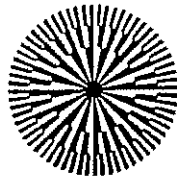
RIVISTA DELLE SOCIETÀ

anno 54° / 2009
luglio-agosto 2009 fascicolo 4°
Poste Italiane s.p.a. - Spedizione in a.p. - D.L. 353/2003 (conv. in L. 27/02/2004 n°
comma 1, DCB (VARESE)

ISSN 0

RIVISTA DELLE SOCIETÀ

fondata da Tullio Ascarelli



direttori:

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

LEGGI E DOCUMENTI

La disciplina del Testo unico della finanza sull'acquisto di azioni proprie da parte delle società quotate

Circolare Assonime n. 22/2009

SOMMARIO. Introduzione. — 1. L'acquisto di azioni proprie e la parità di trattamento. — 1.1. L'ambito di applicazione. — 1.2. Il regime sanzionatorio. — 1.3. La disciplina attuativa della Consob. — 2. L'acquisto di azioni proprie e gli abusi di mercato. — 2.1. L'ambito di applicazione. — 2.2. Le condizioni per poter beneficiare del *safe harbour*. — 3. Le prassi di mercato ammesse. — 4. Il regime informativo degli acquisti di azioni proprie.

La presente circolare esamina la disciplina dell'acquisto di azioni proprie da parte di società quotate contenuta nel Testo unico della finanza (decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58, di seguito «T.U.F.»).

L'acquisto di azioni proprie è disciplinato, in generale, dal codice civile (artt. 2357-2359-*quater*) anche a seguito del recepimento dalla direttiva 77/91/CEE del 13 dicembre 1976, che regola la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della società per azioni (di seguito «seconda direttiva»), così come da ultimo modificata dalla direttiva 2006/68/CE.

Una disciplina specifica per le società quotate è contenuta nel T.U.F., modificato a seguito del recepimento della disciplina sugli abusi di mercato, dalla legge 18 aprile 2005, n. 62 (di seguito «legge Comunitaria 2004») e, infine, nella delibera Consob n. 16839 del 19 marzo 2009 che è intervenuta per regolare alcune operazioni dell'emittente su proprie azioni, riconoscendo alcune prassi di mercato ammesse. In particolare, la legge Comunitaria 2004 ha, da un lato, disciplinato la materia in esame per il profilo relativo alla parità di trattamento tra gli azionisti, modificando l'art. 152 T.U.F. e rinviando alla Consob la determinazione delle modalità di acquisto di azioni proprie; dall'altro lato, è intervenuta per disciplinare la materia dell'acquisto di azioni proprie dal punto di vista della normativa sugli abusi di mercato, prevedendo che gli acquisti di azioni proprie, se effettuati in conformità della disciplina comunitaria, sono sottratti alla disciplina degli abusi di mercato (cfr. art. 185 T.U.F.). In conseguenza di tali modifiche la Consob ha introdotto nel Regola-

mento n. 11971/1999 in materia di emittenti (di seguito «RE») la disciplina di attuazione.

La circolare illustra brevemente, nell'introduzione, le recenti modifiche apportate alla seconda direttiva che hanno inciso sulle disposizioni codicistiche e che saranno affrontate in una successiva circolare. La parità di trattamento è esaminata nel paragrafo 1 e la disciplina sugli abusi di mercato nel paragrafo 2. Saranno poi analizzati i casi di acquisto di azioni proprie che, pur non rientrando nell'ambito della deroga ai divieti degli abusi di mercato, sono stati riconosciuti dalla Consob come prassi di mercato ammesse (paragrafo 3) e, infine, gli obblighi informativi connessi all'acquisto di azioni proprie (paragrafo 4).

INTRODUZIONE.

La disciplina e i presidi previsti per l'acquisto di azioni proprie da parte di una società mirano a tutelare quattro ordini di interessi: capitale sociale, assetti partecipativi, parità di trattamento e interesse del mercato alla regolare formazione dei prezzi⁽¹⁾.

La disciplina è collocata, sia nel codice civile, sia nel T.U.F.

Tale istituto è posto nel codice civile sin dall'originaria emanazione, e prima ancora nel codice di commercio. Successivamente è intervenuta la disciplina comunitaria; in particolare, la seconda direttiva aveva, a suo tempo, inciso sulle condizioni che devono sussistere per l'acquisto di azioni proprie (senza distinzione tra società quotate e non quotate), stabilendo la durata massima dell'autorizzazione assembleare all'acquisto, non superiore a diciotto mesi, e il limite quantitativo all'acquisto di azioni proprie (valore nominale delle azioni non superiore a un decimo del capitale sottoscritto), recepiti all'art. 2357 c.c.

La seconda direttiva è stata modificata, una prima volta, dalla direttiva 92/101/CEE⁽²⁾, che ha esteso, fra l'altro, la disciplina sui limiti dell'acquisto di azioni proprie alle società controllate; successivamente, la seconda direttiva è stata nuovamente modificata ad opera della direttiva 2006/68/CE che ha, fra l'altro, lasciato agli Stati membri la scelta di determinare la durata massima dell'autorizzazione, comunque non superiore a cinque anni⁽³⁾, e il limite del valore nominale delle azioni acquistate che comunque non può essere inferiore al dieci per cento del capitale sottoscritto⁽⁴⁾.

(1) Si veda F. CARONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, 32.

(2) La direttiva 77/91/CE è stata recepita con il d.P.R. n. 30 del 20 febbraio 1986. La direttiva 92/101/CEE è stata recepita con il decreto legislativo del 2 maggio 1994, n. 315.

(3) Cfr. art. 1, n. 4, lett. a) e art. 1, n. 4, 7). Precedentemente il dieci per cento del capitale rappresentava il limite massimo.

(4) La tendenza perseguita dalle modifiche della seconda direttiva è dunque quella di una maggiore semplificazione e liberalizzazione allo scopo di consentire una migliore fruibilità dell'istituto dell'acquisto di azioni proprie, in coerenza con le indicazioni contenute nelle «Raccomandazioni del Gruppo di lavoro SIM sul diritto societario concernenti la semplificazione della Prima e della Seconda Direttiva sul diritto delle società» e del «Report of high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe», c.d. *Winter Report* del 4 novembre 2002. Il rapporto afferma, fra l'altro, la necessità di prevedere che l'acquisto di azioni proprie possa essere effettuato nei limiti delle riserve distribuibili e non nei limiti del dieci per cento del capitale (cfr. 78 ss.). Si veda http://ec.europa.eu/internal_mpr/kel/company/docs/modern/report_en.pdf. Su queste basi la Commissione ha poi pubblicato la

La legge 25 febbraio 2008, n. 54 (legge Comunitaria 2007)⁽⁷⁾, ha stabilito i criteri di delega per il recepimento della direttiva 2006/68/CE e ha confermato esplicitamente però, per le sole società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, la durata massima di diciotto mesi per l'autorizzazione e il limite del dieci per cento del capitale sociale⁽⁸⁾. Il recepimento della direttiva si è completato con il decreto legislativo del 4 agosto 2008, n. 142 che ha mantenuto il termine di diciotto mesi anche per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio⁽⁹⁾.

Successivamente, la materia è stata oggetto di ulteriori modifiche ad opera della legge 9 aprile 2009, n. 53 che ha emendato le disposizioni codicistiche e ha elevato, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il valore nominale delle azioni acquistate alla quinta parte del capitale sociale⁽¹⁰⁾.

Il codice civile detta quindi la disciplina generale in materia di acquisto di azioni proprie agli artt. 2357 ss. In particolare, il codice civile, a seguito del recepimento delle modifiche sopra citate, stabilisce: *a)* la soglia massima di possesso per le azioni proprie, applicabile alle sole società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, per effetto delle modifiche sopracitate (il valore nominale delle azioni acquistate non può dunque eccedere la quinta parte del capitale sociale⁽¹¹⁾); *b)* l'autorizzazione dell'assemblea (ordinaria) circa le modalità dell'acquisto⁽¹²⁾; *c)* le azioni che possono essere oggetto di acquisto di azioni proprie (solo

comunicazione sulla modernizzazione del diritto societario (COM. 2003/284); cfr. <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:IT:PDF>.

⁽⁷⁾ Si veda, l'art. 23. La legge è stata pubblicata in *G.U.* n. 56 del 6 marzo 2008, S.O. n. 54.

⁽⁸⁾ Per le società non quotate, il legislatore delegante aveva espressamente escluso la sola possibilità di mantenere nel codice civile il limite del dieci per cento del capitale sociale, mentre nulla aveva esplicitamente disposto in ordine alla durata dell'autorizzazione assembleare, non ponendo quindi un vincolo al legislatore delegato in ordine all'estensione della stessa a cinque anni.

⁽⁹⁾ Il decreto legislativo, che è stato pubblicato nella *G.U.* del 15 settembre 2008, n. 216, è stato preceduto da una consultazione avviata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze cui Assonime ha risposto. Il mantenimento del limite del dieci mesi per le sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio introduce un elemento di rigidità del sistema a fronte di una maggiore flessibilità della legislazione comunitaria. Per le società non quotate, l'estensione del periodo di autorizzazione — che non invaliderebbe i presidi a tutela degli azionisti — avrebbe potuto invece alleggerire gli oneri amministrativi a carico delle società, come peraltro chiarito al 4° considerando della direttiva.

⁽¹⁰⁾ La legge citata, che ha convertito il decreto legge del 10 febbraio 2009, n. 5 recante misure urgenti a sostegno del settore industriali in crisi e che è stata pubblicata in *G.U.* 11 aprile 2009, S.O. n. 85, è entrata in vigore il giorno successivo alla pubblicazione, quindi il 12 aprile 2009. La disposizione, che ha modificato l'art. 2357, comma 5 c.c., ha innalzato il limite di possesso alla quinta parte del capitale sociale (si veda l'art. 3-*sextus*); parallelamente il limite alla decima parte del capitale sociale è stato innalzato anche nel comma 2 dell'art. 2357-*bis* c.c. che disciplina i casi speciali di acquisto di azioni proprie a seguito di particolari situazioni (ad esempio, in caso di successione universale, fusione o scissione).

⁽¹¹⁾ La misura va riferita al capitale sottoscritto, cui fa testuale riferimento l'art. 19 della seconda direttiva, così come anche modificato dalla direttiva 2006/68/CE; il contenimento quantitativo del numero di azioni che la società può legittimamente detenere assolve la funzione di impedire che, attraverso l'acquisto e la sottrazione delle azioni alla libera circolazione, si determini una cristallizzazione degli interni rapporti di potere (cfr. M. BIONDI, *Commento all'art. 2357 c.c. in Società di capitali*, a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO E M. CONTERIS, Napoli, 2004, 562).

⁽¹²⁾ L'art. 2357, comma 2 c.c. stabilisce che l'assemblea indichi la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata. La durata non decorre neces-

quelle interamente liberate); *d)* il limite costituito dalle riserve disponibili e dagli utili distribuibili⁽¹³⁾.

L'acquisto di azioni proprie delle società quotate è poi disciplinato nel T.U.F., con specifico riferimento alle società quotate⁽¹⁴⁾.

Da un lato, il T.U.F. dispone che gli acquisti di azioni proprie da parte di società con azioni quotate devono essere effettuati in modo tale da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti, secondo modalità stabilite dalla Consob (art. 152).

Dall'altro lato, il T.U.F. stabilisce che le disposizioni relative all'abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato non si applicano alle negoziazioni di strumenti finanziari, effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto da parte dell'emittente quotato o di società controllate o collegate (art. 183). Tale disposizione è stata introdotta nel T.U.F., sempre ad opera della legge Comunitaria 2004, per recepire la direttiva 2003/67/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 28 gennaio 2003 relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (di seguito «MAD»)⁽¹⁵⁾.

Infatti, il legislatore comunitario ha ritenuto che, in particolari circostanze, il commercio in azioni proprie o in programmi di riacquisto possa ritenersi legittimo sotto il profilo economico e che quindi dovesse essere esonerato dall'applicazione della disciplina sugli abusi di mercato.

La MAD ha quindi stabilito che i divieti imposti dalla stessa non si applicano alle negoziazioni di azioni proprie effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto di azioni proprie a condizione che tali negoziazioni si svolgano in conformità delle disposizioni attuative⁽¹⁶⁾. Queste ultime sono incluse nel Regolamento (CE) n. 2273/2003 della Commissione del 22 dicembre 2003 recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/67/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la deroga per i programmi di riacquisto di azioni proprie e per le operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari (di seguito «Reg. CE»), il cui contenuto sarà analizzato nei paragrafi che seguono.

Infine, il T.U.F. prevede che alcuni tra gli illeciti che configurano una manipolazione «amministrativa» e non penale non siano sanzionati dalla Consob se il soggetto dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità alle prassi di mercato dimostrate dalla delibera assembleare, ben potendo la stessa determinare un, successivo, *des a quo* l'autorizzazione e operante (cfr. F. CARROTTI (nt. 1), 74).

⁽¹³⁾ Per «utile distribuito» si intende quella parte dell'utile netto che non è soggetto a vincoli di destinazione legali, statuari o di altra natura; le «riserve disponibili» comprendono tutte e soltanto le riserve la cui distribuzione è rimessa alla discrezionalità dell'assemblea ordinaria.

⁽¹⁴⁾ P. Ferro-Luzzi sottolinea come la differenza di funzioni di acquisto azioni proprie tra società quotate e non avrebbe legittimato una più ponderata differenza di disciplina. L'A. sottolinea ad esempio come la detenzione di azioni proprie in portafoglio da parte delle società quotate è indice di una possibilità di reperire capitale di rischio sul mercato senza ricorrere alle procedure di aumento di capitale, e senza problemi di diritto d'opzione (cfr. P. FERRO-LUZZI, *L'«antropologia societaria»: riflessioni sulla natura e sulle rivendicazioni delle azioni proprie in portafoglio*, in questa Rivista, 2001, 1286 e 1288).

⁽¹⁵⁾ Per un esame dettagliato dell'evoluzione della disciplina sugli abusi di mercato si rinvia alla prentessa contenuta nella Circolare Assonime n. 48/2006. *La disciplina sugli abusi di mercato: gli obblighi di comunicazione per gli emittenti* (pubblicata in questa Rivista, 2006, 1115 ss.).

⁽¹⁶⁾ Si veda, l'art. 8 della MAD.

cato ammesse nel mercato interessato (art. 187-ter, comma 4) e riconosciute dalla Consob, in conformità alla MAD.

1. L'ACQUISTO DI AZIONI PROPRIE E LA PARITÀ DI TRATTAMENTO.

Il T.U.F. stabilisce che gli acquisti di azioni proprie, effettuati 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 (art. 152).

Sono soggetti alle disposizioni citate, sia gli acquisti di azioni proprie eseguiti ai sensi dell'art. 2557 c.c., sia quelli in esecuzione di una delibera di riduzione del capitale sociale (ex art. 2557-bis, comma 1, n. 1 c.c.). Alla medesima disposizione soggiacciono gli acquisti di azioni della controllante effettuati dalle società controllate (ex art. 2559-bis c.c.).

Prima delle modifiche apportate dalla legge Comunitaria 2004 all'art. 152 T.U.F., era lo stesso art. 152 a prevedere direttamente, senza alcuna delega alla Consob, le modalità con le quali procedere all'acquisto: queste erano costituite dall'«offerta pubblica di acquisto o di scambio o sul mercato, secondo modalità concordate con la società di gestione in modo tale da assicurare la parità di trattamento degli azionisti».

Con la disposizione in commento — inserita nella Sezione II del Capo II relativa alla tutela delle minoranze⁽¹⁵⁾ — una società, che intenda acquisire azioni proprie, è tenuta a rispettare determinate cautele volte ad assicurare parità di trattamento agli azionisti, che intendono cedere alla società le proprie azioni. Le disposizioni di attuazione garantiscono la trasparenza nei meccanismi di formazione dei prezzi. La disposizione si collega alla previsione generale del T.U.F. che stabilisce che gli emittenti quotati assicurano il medesimo trattamento a tutti i portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni (art. 92 T.U.F.); con riferimento specifico però ai soli azionisti, ritenuti particolarmente meritevoli di tutela, il legislatore ha limitato il rispetto del principio della parità di trattamento alle sole modalità previste dall'art. 152, la cui determinazione è ora lasciata alla Consob, e che saranno commentate successivamente.

1.1. L'ambito di applicazione.

L'art. 152 T.U.F. è applicabile agli acquisti di azioni proprie delle società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione europea⁽¹⁶⁾.

Sono soggette all'applicazione della norma in commento sia le azioni ordinarie sia le azioni di categoria speciale (quali, per esempio, le azioni di risparmio)⁽¹⁷⁾.

⁽¹⁵⁾ Sull'impropria collocazione della disposizione si veda F. CAROSSETTI, *Commento all'art. 152 T.U.F.*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, tomo 2^o, a cura di G. ARA e F. CAPALUONE, Padova, 1998, 1208; secondo l'Autore la collocazione è discutibile dato che la norma è volta a tutelare la parità di trattamento degli azionisti mentre svolge solo secondariamente una funzione di tutela delle minoranze a fronte del rischio di abusi della maggioranza.

⁽¹⁶⁾ Ciò in forza dell'art. 119 T.U.F.

ma non altri strumenti finanziari diversi dalle azioni, quali, ad esempio le obbligazioni.

È da escludere inoltre l'applicabilità della disposizione in commento al caso di acquisto di azioni non quotate emesse da una società che abbia altre azioni quotate. Durante il regime previgente, già si riteneva che la disposizione in commento si applicasse ai soli acquisti di azioni quotate a fronte del fatto che una delle due modalità previste direttamente dal dettato legislativo era costituita dall'acquisto sul mercato regolamentato e che tale fattispecie escludeva, di fatto, il caso delle azioni non quotate⁽¹⁸⁾. Altri elementi utilizzati, ora come allora, per escludere dalla disciplina in oggetto le azioni non quotate sono costituiti dal fatto che: 1) l'articolo è inserito nel Capo II del Titolo III il cui ambito di applicazione è limitato alle società italiane con azioni quotate ex art. 119 T.U.F.; 2) l'art. 92 T.U.F. stabilisce per le società quotate l'obbligo di assicurare il medesimo trattamento a tutti i portatori degli «strumenti finanziari quotati»⁽¹⁹⁾.

Le disposizioni si applicano anche agli acquisti di azioni della controllante effettuati da parte di una società controllata in autonomia, ai sensi dell'art. 2559-bis c.c. (art. 152, comma 2 T.U.F., invariato rispetto al testo previgente). La disposizione, coerente con quanto stabilito nella seconda direttiva, ha l'intento di rendere sempre applicabile la disciplina e le tutele del T.U.F. a tutti gli acquisti di azioni della controllante quotata, effettuati dalle società controllate⁽²⁰⁾. In assenza di tale espresa previsione, solo gli acquisti «riconducibili» alla controllante⁽²¹⁾, sarebbero sottoposti a tale disciplina.

I vincoli stabiliti dai commi 1 e 2 dell'articolo citato non si applicano agli acquisti di azioni proprie o della società controllante, possedute dai dipendenti della società emittente, di società controllate o della società controllante e assegnate o sottoscritte a norma degli artt. 2349 e 2441, comma 8 c.c.⁽²²⁾ (art. 152, comma 5 T.U.F.). La ratio della disposizione è quella di consentire alla società di riacqui-

⁽¹⁷⁾ Si veda, R. SASTRAGATA, *Commento all'art. 152 T.U.F.*, in *Commentario al Testo Unico della Finanza*, diretto da G. CAMPABASSO, Torino, 2002, 1086.

⁽¹⁸⁾ Si veda, M. VENTROZZO, *Art. 152. In La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di P. MOCURTI-L.A. BOSCHI, Milano, 1999, 1186.

⁽¹⁹⁾ Il fatto che la disciplina regolamentare faccia esclusivo riferimento a modalità operative che si svolgono sui mercati regolamentati non sembra invece fornire supporto al punto in questione: la norma primaria, diversamente da quanto previsto prima delle modifiche apportate ad opera della legge Comunitaria 2004, non rinvia più ad acquisti sul mercato, ma semplicemente a «modalità stabilite dalla Consob con proprio regolamento». Inoltre, anche il Reg. CE, come si vedrà successivamente, tutela gli acquisti di azioni proprie eseguiti anche fuori dai mercati regolamentati, e, in secondo luogo, a seguito del recepimento della direttiva 2004/59/CE (di seguito «MiFid») sono state riconosciute nuove *trading venues*, quali i sistemi multilaterali di negoziazione che operano in competizione con i mercati regolamentati. Tali considerazioni indurrebbero a ritenere che le disposizioni regolamentari che fanno riferimento a modalità operative sui mercati regolamentati dovrebbero essere modificate, come più diffusamente si dirà in prosieguo.

⁽²⁰⁾ Così il 3^o considerando della direttiva 92/101/CEE e R. SASTRAGATA (nt. 17), 1086. ⁽²¹⁾ Si tratta degli acquisti effettuati dalla controllata che agisce come interposta persona ex art. 2557, comma 5 c.c.

⁽²²⁾ L'art. 2349 c.c. disciplina l'assegnazione di utili ai dipendenti sotto forma di azioni o di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o amministrativi. L'art. 2441, comma 8 c.c. disciplina la fattispecie di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione per l'emissione di azioni da offrire in sottoscrizione ai dipendenti della società o delle controllanti/controlate.

si configura la violazione della disposizione in presenza di un acquisto, non effettuato sul mercato regolamentato, ma comunque idoneo a garantire la parità di trattamento. Anche a seguito del recepimento della MiFid e del riconoscimento di nuove *trading venues*, quali i sistemi multilaterali di negoziazione, sarebbe quindi opportuno chiarire che la sanzione prevista non è applicabile se l'acquisto di azioni proprie, che garantisce la parità di trattamento, è operato sul mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione⁽²⁶⁾.

La legge 28 dicembre 2005, n. 262 (di seguito «legge risparmio») ha infine previsto il raddoppio delle pene previste dal T.U.F.⁽²⁷⁾.

1.3. La disciplina attuativa della Consob.

Come accennato, la Consob, a fronte della delega contenuta all'art. 152 T.U.F., ha disciplinato l'acquisto di azioni proprie all'art. 144-bis RE⁽²⁸⁾.

Nel RE sono previste, in modo tassativo, quattro modalità con cui l'emittente e la società controllata possono procedere all'acquisto di azioni proprie:

- offerta pubblica di acquisto o di scambio;
- sui mercati regolamentati secondo modalità operative stabilite nei regolamenti di organizzazione e gestione dei mercati stessi;
- acquisto e vendita di strumenti finanziari derivati negoziati nei mercati regolamentati che prevedano la consegna fisica delle azioni sottostanti alle condizioni stabilite dal regolamento di organizzazione e gestione del mercato;
- attribuzione ai soci, proporzionalmente alle azioni da questi possedute, di un'opzione di vendita da esercitare entro un periodo di tempo stabilito nella delibera assembleare di autorizzazione del programma di acquisto.

Le prime due modalità sopra indicate ricalcano il regime previgente ove si stabilivano direttamente nella legge, senza però attribuire alcun potere alla Consob, le modalità con cui potevano essere realizzati gli acquisti di azioni proprie.

Con riferimento alla prima modalità, la parità di trattamento è garantita dal medesimo prezzo rivolto a tutti i possessori dei titoli oggetto dell'offerta e la parità informativa degli azionisti è assicurata, in tale caso, rendendo disponibili la comunicazione dell'offerta e il documento d'offerta.

In ordine alla seconda modalità, la Consob prevede che tali acquisti debbano avvenire sui mercati regolamentati secondo modalità operative stabilite nei regola-

⁽²⁶⁾ Peraltro la stessa Consob ha riconosciuto la possibilità che l'attività di compravendita degli strumenti finanziari per il sostegno della liquidità, riconosciuta come prassi di mercato ammessa, possa essere effettuata sia sul mercato regolamentato, sia nei sistemi multilaterali di negoziazione (cfr. delibera Consob n. 16859 del 19 marzo 2009, commentata al par. 3 della presente circolare).

⁽²⁷⁾ Cfr. l'art. 59, comma 1. Pertanto, la sanzione, costituita dalla reclusione da sei mesi a tre anni e dalla multa da euro duecentosette a euro milletrecentate, è raddoppiata. Si consideri, peraltro, che il delitto di illecite operazioni sulle azioni, previsto dall'art. 2628 c.c., che si concretava quando gli amministratori, al di fuori dei casi consentiti dalla legge acc., c.e., che si concretava quando quote sociali cingonando una lesione dell'integrità del capitale sociale o delle riserve non distribuite per legge, è punito con la reclusione fino a un anno.

⁽²⁸⁾ Tale articolo è stato introdotto dalla delibera Consob n. 15252 del 29 novembre 2005.

stare le azioni dai dipendenti che intendano liberarsi dalle azioni sottoscritte o assegnate, senza dover sottostare alle cautele relative alla parità di trattamento; si pensi al caso della risoluzione del rapporto di lavoro e alla possibilità che il dipendente intenda vendere la propria partecipazione azionaria⁽²⁵⁾.

L'esenzione non opera quando le azioni siano state in precedenza vendute o attribuite dalla società ai dipendenti con modalità diverse da quelle indicate, non è tuttavia chiara la ragione di tale limitazione in considerazione del fatto che spesso i piani di *stock options* sono realizzati tramite, per esempio, cessione di azioni proprie ai dipendenti.

1.2. Il regime sanzionatorio.

Quanto alla disciplina sanzionatoria prevista nel T.U.F. per l'acquisto di azioni proprie in violazione della parità di trattamento, la stessa è rimasta immutata anche dopo le novità introdotte dalla legge Comunitaria 2004 (art. 172 T.U.F.). La norma in commento punisce con la reclusione e la multa « gli amministratori di società con azioni quotate o di società da queste controllate che acquistano azioni proprie o della società controllante in violazione delle disposizioni dell'articolo 152 » (art. 172, comma 1).

Le sanzioni non si applicano qualora l'acquisto sia operato sul mercato secondo modalità non concordate con la società di gestione del mercato o diverse da quelle concordate, ma comunque idonee ad assicurare la parità di trattamento (art. 172, comma 2). Tale ultima disposizione non era stata modificata dalla legge Comunitaria 2004 che avrebbe invece dovuto tener conto della nuova formulazione dell'art. 152 e quindi delle altre (nuove) modalità previste dal RE (e che saranno in prosieguo illustrate), pur in presenza della parità di trattamento. L'art. 172 fa invece ancora riferimento solo alla violazione delle « modalità non concordate con la società di gestione del mercato » che costituiva la previgente formulazione dell'art. 152 T.U.F., comma 1⁽²⁴⁾. Alla luce del fatto che le disposizioni contenute all'art. 152 T.U.F. sono state modificate e non sussiste più alcun richiamo alle modalità, la cui determinazione è stata lasciata alla Consob, l'articolo in commento dovrebbe essere modificato di conseguenza.

La *ratio* della disposizione contenuta al comma 2 sembra quindi essere quella di non applicare la sanzione prevista qualora l'acquisto garantisca, in ogni caso, la parità di trattamento; peraltro, il generico riferimento, nella norma, agli acquisti sul « mercato » anziché sul « mercato regolamentato »⁽²⁵⁾ indurrebbe a ritenere che non

⁽²⁵⁾ Sulla ammissibilità dell'applicazione della disposizione anche agli amministratori che rivestano anche la qualifica di dipendenti, si sono pronunciati in senso positivo, per esempio, sia R. SASSARAVA (nt. 17), 1086, sia M. VENTORIZZO (nt. 18), 1185. Sulla diversa questione per cui l'esenzione non opera quando le azioni siano vendute o attribuite con modalità diverse da quelle indicate, si veda M. VENTORIZZO.

⁽²⁴⁾ L'art. 152, comma 1 T.U.F. previgente così recitava: « 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, 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 ».

⁽²⁵⁾ La definizione di mercato regolamentato è contenuta all'art. 1, comma 1, lett. w) del T.U.F.

menti di organizzazione e gestione dei mercati⁽²⁹⁾, che non consentano comunque l'abbinamento diretto delle proposte di negoziazione in acquisto con predeterminate proposte di negoziazione in vendita: è pertanto inibita qualsiasi modalità che consenta l'abbinamento diretto, in modo tale da garantire eguali opportunità a tutti gli azionisti⁽³⁰⁾. La Consob ha dichiarato di aver valutato «l'eventualità di consentire lo svolgimento di programmi di *buy-back* attraverso acquisti effettuati fuori mercato, realizzati anche mediante l'utilizzo di strumenti finanziari derivati non quotati e con l'intervento di intermediari». Sul punto ha però ritenuto opportuno svolgere ulteriori approfondimenti e rinviare ogni relativa decisione a una fase successiva⁽³¹⁾. Sia il Reg. CE, sia lo IOSCO nel proprio *Report*, avevano invece ritenuto legittimo l'acquisto di azioni proprie con operazioni effettuate fuori mercato⁽³²⁾. Alla luce di quanto sopra, l'estensione alle operazioni al di fuori del mercato regolamentato sarebbe auspicabile, essendo anche già trascorsi alcuni anni dall'entrata in vigore della disciplina⁽³³⁾.

La terza modalità è costituita dall'acquisto e vendita di strumenti finanziari derivati, negoziati — anche in questo caso — nei mercati regolamentati, che prevedono la consegna fisica delle azioni sottostanti, a condizione che il Regolamento dei Mercati stabilisca modalità di compravendita tali da non consentire l'abbinamento automatico delle proposte e tali da garantire un'agevole partecipazione degli investitori alle negoziazioni. In tale caso la parità di trattamento è garantita, secondo la Consob⁽³⁴⁾, dal fatto che «il prezzo per l'acquisto del prodotto derivato, se determinato in maniera indipendente, per effetto dello stretto collegamento tra l'fondamento dei mercati derivati e a contanti, equivale a un prezzo indipendente delle azioni sottostanti lo strumento derivato»⁽³⁵⁾.

(29) Le modalità sono disciplinate all'art. 2.6.7. del Regolamento di Borsa Italiana (asta e negoziazione continua).

(30) Il riferimento è, per esempio, alla modalità di *trading*, cosiddetta *cross order*: si tratta di contratti conclusi tra due clienti del medesimo operatore attraverso l'incrocio di due proposte di segno contrario e di pari quantità, in deroga alla regola generale di abbinamento automatico delle proposte di segno contrario presenti sul mercato. Vi è chi ha dubitato del fatto che l'acquisto di azioni proprie effettuato sui mercati regolamentati sia idoneo a garantire la parità di trattamento degli azionisti; mentre nell'acquisto di azioni proprie mediante *opa*, il prezzo corrispettivo fonde da limite alla speculazione ai danni degli azionisti in quanto fisso, sui mercati le azioni possono essere acquistate a prezzo diverso, in ragione delle variazioni determinate dall'andamento delle negoziazioni. La Consob ha affermato che in tale caso la parità di trattamento degli azionisti è garantita dal fatto che l'acquisto sul mercato comporta che la ricerca della controparte e la determinazione del prezzo avvengono secondo meccanismi anonimi e di massa tipici della contrattazione telematica (cfr. comunicazione n. DIS/9904/3563 del 28 maggio 1993). Nello stesso senso il documento di consultazione Consob del 15 maggio 2005, par. 2.

(31) Si vedano il documento di consultazione Consob del 15 maggio 2005 (par. 2) e il documento di esito delle consultazioni del 29 novembre 2005 (par. 44).

(32) Si vedano l'art. 5, par. 1, del Reg. CE e il *Report on «Stock Repurchase Programs»* pubblicato dalla IOSCO nel 2004 (di seguito «*Report*») cui la Consob si è ispirata (cfr. documento di consultazione della Consob del 15 maggio 2005, par. 2).

(33) Valgono le considerazioni già svolte al par. 1.5 con riferimento all'estensione all'operatività nei sistemi multilaterali di negoziazione.

(34) Si veda il documento di consultazione Consob del 15 maggio 2005, par. 2.

(35) Le modalità per procedere all'acquisto di azioni proprie mediante utilizzo di strumenti finanziari derivati, come previsto dal rinvio contenuto nel RE, sono disciplinate all'art.

Rispetto al testo in consultazione, la previsione è stata riformulata per chiarire che è necessario garantire un'agevole partecipazione da parte degli investitori e che gli emittenti sono sottoposti a obblighi informativi: tale precisazione è scaturita a seguito del fatto che sul mercato IDEM esistono molteplici serie di ciascun strumento finanziario derivato cosicché per l'azionista *retail* non è agevole l'accesso: per tale ragione, l'emittente deve comunicare quali sono le serie oggetto della compravendita⁽³⁶⁾.

Resta qualche perplessità la delega attribuita, nella seconda e terza modalità, dalla Consob alla società di gestione del mercato⁽³⁷⁾, a fronte del fatto che la norma primaria non prevede tale delega e che l'acquisto irregolare di azioni proprie è punito con sanzioni penali (ex art. 172 T.U.F.). Innanzitutto, il generico rinvio all'acquisto «irregolare» di azioni appare mancare della tassatività della fattispecie penale; inoltre, la delega da parte della Consob a un soggetto privatistico (la società di gestione del mercato) rimette a quest'ultimo la definizione puntuale delle modalità operative la cui violazione potrebbe determinare la comminazione della sanzione penale: sarebbe stato almeno preferibile che l'Autorità avesse determinato in modo preciso le modalità di acquisto all'interno del proprio regolamento⁽³⁸⁾.

La quarta e ultima modalità prevista è costituita dall'attribuzione ai soci, proporzionalmente alle azioni da questi possedute, di un'opzione di vendita da esercitare nei confronti della società entro un periodo di tempo stabilito nella delibera dell'assemblea di autorizzazione del programma di acquisto. Si tratta della prassi operativa denominata «reverse right» che appare idonea a garantire parità di trattamento in funzione dell'indistinta attribuzione gratuita a tutti i soci del diritto a cedere una parte proporzionale delle azioni possedute. Tale modalità si differenzia dall'invito a offrire — che invece rientra nella categoria dell'offerta pubblica di acquisto o di scambio — per il carattere gratuito della stessa e per il diverso meccanismo negoziale sottostante⁽³⁹⁾.

2.6.7 del Regolamento di Borsa Italiana. Nel mercato IDEM le negoziazioni si svolgono all'interno di un'unica fase di negoziazione continua.

(36) Si veda, art. 1A.2.10.1 delle Istruzioni di Borsa Italiana secondo cui il numero di serie non può essere superiore a dieci. Le serie devono essere comunicate al pubblico prima dell'inizio delle operazioni di acquisto con le modalità di cui all'art. 66 RE.

(37) Cfr. art. 144-bis, lettere b) e c) RE.

(38) La Consob afferma tuttavia che il rinvio alle modalità stabilite dalla società di gestione del mercato non è da considerarsi come una delega di funzioni, ma come un'esigenza connessa alla necessità di attribuire a tale soggetto il compito di stabilire nel dettaglio, compatibilmente con le caratteristiche delle proprie strutture di negoziazione, gli strumenti operativi che consentano agli emittenti di poter rispettare i limiti fissati dalla Consob nel RE (cfr. documento di esito delle consultazioni della Consob del 29 novembre 2005, par. 40).

(39) La Consob, in risposta all'osservazione circa la configurabilità dell'operazione come fattispecie di « invito ad offrire » che rientrerebbe nella categoria delle offerte pubbliche di acquisto o scambio, così argomenta: « L'offerta pubblica di acquisto consiste in una proposta o invito a offrire che sono atti prenegoziali. L'opzione di vendita è un contratto già perfetto, attributivo di un diritto potestativo... (omissis). Nel momento in cui viene attribuita un'opzione di vendita, non si propone ai soci di vendere le proprie azioni, né si invita a formulare una proposta di vendita, alle condizioni e nei tempi stabiliti dalla procedura d'offerta, ma si attribuisce gratuitamente al socio un diritto che entra immediatamente a far parte del suo patrimonio... » (cfr. documento di esito delle consultazioni della Consob del 29 novembre 2005, par. 46).

La norma disciplina altresì il contenuto della delibera di autorizzazione dell'acquisto di azioni proprie prevedendo che quest'ultima specifici quali delle modalità previste possono essere utilizzate (art. 144-bis, comma 2) ⁽⁴⁰⁾.

Alla luce del fatto che le quattro fattispecie previste consentono comunque di rispettare il principio della parità di trattamento, la scelta in ordine alle modalità di acquisto di azioni proprie può essere rimessa all'autonomia degli amministratori e ciò sembra anche coerente con il potenziamento del ruolo dell'organo di gestione avvenuto con la riforma del diritto societario ⁽⁴¹⁾. Tale organo dovrebbe essere infatti in grado, a seconda delle condizioni di mercato esistenti all'atto della scelta, di effettuare quella più opportuna e vantaggiosa per la società ⁽⁴²⁾.

In linea con questa impostazione, un'altra disposizione contenuta nel RE prevede che la relazione illustrativa che deve essere redatta dagli amministratori, in caso di acquisto di azioni proprie, almeno quindici giorni prima del termine fissato per l'assemblea, debba contenere, fra l'altro, le modalità, tra quelle indicate all'art. 144-bis, attraverso le quali gli acquisti saranno effettuati e solo « se conosciute, quelle attraverso le quali le alienazioni saranno effettuate » ⁽⁴³⁾, con ciò riconoscendo in capo agli amministratori la competenza a scegliere le modalità.

In ogni caso sembra ragionevole ritenere che l'indicazione di tutte e quattro le modalità non obblighi la società necessariamente a utilizzare ciascuna di esse, mentre l'indicazione specifica, nella delibera, di alcune delle modalità impedisce l'utilizzo di quelle non previste.

2. L'ACQUISTO DI AZIONI PROPRIE E GLI ABUSI DI MERCATO.

2.1. L'ambito di applicazione.

La legge Comunitaria 2004 era intervenuta, sia per modificare la disciplina dell'acquisto di azioni proprie con riferimento alla tutela della parità di trattamento (art. 152 T.U.F.), sia per disciplinare la materia dell'acquisto di azioni proprie dal punto di vista della normativa sugli abusi di mercato (art. 183 T.U.F.).

L'acquisto di azioni proprie presenta profili di criticità con riferimento, sia a possibili ipotesi di *insider trading*, sia di manipolazione: nel primo caso, per il pos-

⁽⁴⁰⁾ Opportunamente, rispetto al documento in consultazione, è stato eliminato il riferimento al quantitativo massimo utilizzabile attraverso ciascuna modalità, la cui scelta è peraltro rimessa agli amministratori.

⁽⁴¹⁾ Sulla gestione per cui spetta all'organo di amministrazione indirizzare all'assemblea dei soci una proposta completa degli elementi necessari per l'acquisto di azioni proprie si veda A. Giusi, *Formalità e compiti gestori per l'acquisto di azioni proprie e della controllante, in Società*, n. 1/2007. Sul fatto che gli amministratori, una volta osservate le disposizioni assembleari, siano liberi di decidere in merito a ogni altra modalità di acquisto opportuna e necessaria e sulla centralità del ruolo dell'organo di gestione si veda S. Vassola, *Contratti derivati su azioni proprie: profili di disciplina societaria*, in questa Rivista, 2004, 441 ss.

⁽⁴²⁾ L'art. 2380-bis c.c. stabilisce che la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale. Ai sensi dell'art. 2381, comma 5 c.c., il consiglio di amministrazione esamina i piani strategici, industriali e finanziari della società: i piani finanziari comprendono le operazioni di *buy-back*.

⁽⁴³⁾ Si veda, l'allegato 3A richiamato dall'art. 75 RE.

sibile privilegio informativo di cui possa godere la società; nel secondo caso, per un'eventuale influenza sui prezzi di mercato a seguito degli acquisti ⁽⁴⁴⁾.

In realtà, il legislatore comunitario ha ritenuto il commercio in azioni proprie legittimo sotto il profilo economico e meritevole di tutela, in presenza di alcune cautele. I divieti imposti dalla medesima 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, alle condizioni stabilite nel Reg. CE (c.d. *safe harbour*) ⁽⁴⁵⁾. Occorre in ogni caso tenere presente che le attività di negoziazione di azioni proprie effettuate che non rientrano nella deroga ai divieti previsti dalla MAD (e quindi non rispettano le previsioni contenute nel Reg. CE) non devono essere di per sé considerate come configuranti abusi di mercato ⁽⁴⁶⁾.

La legge Comunitaria 2004 ha previsto che le disposizioni del T.U.F. relative all'abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato non si applicano alle negoziazioni di azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari propri quotati, effettuate nell'ambito di programmi di riacquisto da parte dell'emittente o di società controllate o collegate che rispettino le condizioni stabilite dalla Consob con regolamento (art. 183, comma 1, lett. b) T.U.F.).

Il rinvio alle modalità stabilite dalla Consob con regolamento è tuttavia discutibile alla luce del fatto che i regolamenti comunitari sono direttamente applicabili negli Stati membri e pertanto non necessitano di un atto di recepimento interno (c.d. *self-executing*) ⁽⁴⁷⁾.

Due appaiono le estensioni del T.U.F. rispetto al Reg. CE.

Diversamente da quanto previsto dal Reg. CE ⁽⁴⁸⁾, il T.U.F. estende il regime del *safe harbour* a strumenti diversi dalle azioni, comprendendovi anche le obbligazioni e altri strumenti finanziari quotati (art. 183) ⁽⁴⁹⁾.

Un'altra estensione è relativa all'ambito di applicazione soggettivo della disposizione contenuta all'art. 183 T.U.F., in quanto i programmi di riacquisto sono riferiti agli emittenti e, in ogni caso, alle società controllate e collegate.

Il Reg. CE rinvia, nella definizione di « programmi di riacquisto di azioni proprie », alle negoziazioni di azioni proprie ai sensi degli artt. da 19 a 24 della seconda direttiva ⁽⁵⁰⁾.

⁽⁴⁴⁾ In tale ultimo senso, si veda F. CAROSSETTI (nt. 15), che sottolinea che un secondo ordine di interessi, oltre a quello della parità di trattamento degli azionisti, concerne la tutela del mercato in quanto la scelta della società di acquistare o vendere potrebbe introdurre nel mercato un elemento di perturbazione.

⁽⁴⁵⁾ Si veda l'art. 8.

⁽⁴⁶⁾ Cfr. 2° considerando del Reg. CE e documento di consultazione della Consob del 15 maggio 2005, par. 58.

⁽⁴⁷⁾ I regolamenti comunitari entrano in vigore semplicemente con la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Comunità: ciò implica che non possono essere applicati dagli Stati membri provvedimenti legislativi, anche posteriori, che sono incompatibili con i regolamenti stessi.

⁽⁴⁸⁾ Il CESR, nell'ambito dei lavori per le misure di primo livello, aveva chiaramente affermato che: « The proposed directive states that it is a safe harbour for trading in own shares in buy-back programmes. The scope is therefore limited to shares » (CESR/02.89b, p. 45).

⁽⁴⁹⁾ Peraltro, il testo del disegno di legge Comunitaria 2004, approvato il 27 ottobre 2004 dalla XIV Commissione permanente (Politiche dell'Unione europea), limitava i casi di esonero dalla disciplina sugli abusi di mercato alle « negoziazioni di azioni proprie e alle operazioni di stabilizzazione di strumenti finanziari che rispettino le condizioni stabilite dalla Consob con regolamento » (cfr. n. 5179-A/R).

⁽⁵⁰⁾ Cfr. art. 2, punto 5. Il rinvio, nella definizione, alle disposizioni contenute nella se-

L'art. 19 disciplina il caso di acquisto di azioni proprie effettuato direttamente da parte della società o tramite una persona che agisca in nome proprio ma per conto di tale società (c.d. acquisto indiretto). Nel nostro ordinamento, l'art. 2557, comma 5 c.c., che con il d.P.R. n. 30/1986 era stato modificato per recepire le novità introdotte dalla seconda direttiva⁽⁵¹⁾, riprende sostanzialmente la nozione del c.d. acquisto indiretto previsto dalla seconda direttiva. Già con il recepimento della seconda direttiva era sorta la questione se l'acquisto di azioni da parte della controllata rientrasse o meno nell'ambito di applicazione degli artt. 2557, comma 5 c.c. e 19 della direttiva; la dottrina⁽⁵²⁾ era giunta alla conclusione che l'acquisto di azioni da parte della controllata non è considerato necessariamente come acquisto indiretto in quanto la relazione di controllo non è di per sé assimilabile a quella dell'interposizione. Ciò non aveva tuttavia escluso che la controllata potesse agire quale soggetto interposto e in questo caso occorrerebbe verificare la sussistenza di elementi fattuali al fine di accertare se la società controllata abbia svolto il ruolo di mezzo strumento della controllante obbedendo alle sue direttive.

L'acquisto di azioni proprie tutelato dal *safe harbour*, per effetto del richiamo del solo art. 19 della seconda direttiva⁽⁵³⁾, concerne quindi, con riferimento alle operazioni eseguite dalla controllata, solo il caso in cui quest'ultima agisca come interposta persona, quando essa agisca su ordine e incarico specifico della controllante⁽⁵⁴⁾.

Il mancato richiamo, all'art. 2 del Reg. CE, dell'art. 24-bis della seconda direttiva, che disciplina il caso di acquisto di azioni proprie da parte della controllata al di fuori dei casi di eventuale interposizione (recepto nel nostro ordinamento all'art. 2559-bis, comma 1 c.c.)⁽⁵⁵⁾, consente di ritenere che il *safe harbour* non tutela la fattispecie di acquisto di azioni proprie da parte della controllata in autonomia rispetto alla controllante.

Se, quindi, da un lato, l'acquisto di azioni proprie effettuato dalla società controllata in autonomia non risulta coperto dal *safe harbour*, dall'altro lato resta il

condotta direttiva implica il rispetto delle condizioni ivi previste in tema di autorizzazione assembleare, durata massima dell'autorizzazione, limite riferito al valore nominale delle azioni etc. Quindi, il programma di riacquisto del Reg. CE si concreta nell'acquisto di azioni proprie che, oltre a essere conforme alle condizioni previste dalla seconda direttiva, rispetta le condizioni stabilite nel medesimo Reg. CE.

(51) Il d.P.R. in oggetto aveva apportato modifiche al codice civile per recepire le novità introdotte dalla direttiva 77/91/CEE.

(52) Si veda, F. CARONETTI (nt. 1), 95 e G. SCOGNAMIGLIO, *L'acquisto di azioni della controllante nel d.leg. 1994, n. 315*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, II, 49 ss. In giurisprudenza, Cass., 12-12-2003, n. 19041.

(53) Non anche dell'art. 24-bis, come si è detto.

(54) Per effetto, per esempio, di uno specifico mandato.

(55) L'art. 24-bis è stato introdotto dalla direttiva 92/101/CEE che ha modificato la seconda direttiva e concerne il caso di acquisto di azioni proprie da parte della controllata ma al di fuori dell'ipotesi del c.d. controllo indiretto; con il decreto legislativo del 2 maggio 1994, n. 315 erano state recepite le novità introdotte dalla direttiva sopracitata ed era stata adeguata la disciplina dell'acquisto di azioni della controllante da parte della controllata (l'art. 2559-bis c.c. era tuttavia già presente nel nostro ordinamento) alle modifiche introdotte alla seconda direttiva. Si veda sul punto G. SCOGNAMIGLIO (nt. 52), 49 ss. L'Aurice considera inoltre che l'art. 2559-bis c.c. è applicabile anche al caso in cui la controllata abbia sede all'estero; diversamente si potrebbe arguire la norma facendo eseguire gli acquisti da parte di una controllata estera, così vanificando le tutele previste dall'art. 2559-bis c.c.

dubbio se nel T.U.F., il riferimento all'acquisto di azioni proprie effettuato dalle controllate (art. 185) non ricomprenda anche l'acquisto da parte della società controllata in autonomia, ai sensi dell'art. 2559-bis c.c.; un elemento a supporto di tale tesi potrebbe essere l'esplicito riferimento del T.U.F. alla ulteriore fattispecie delle società collegate, così prevedendo un'estensione anche rispetto alle vigenti previsioni codicistiche che, in materia di acquisti di azioni proprie, fanno invece riferimento alle sole società controllate⁽⁵⁶⁾.

La Consob ha affermato, peraltro, con riferimento alle previsioni contenute all'art. 185 T.U.F., che esse hanno ampliato « l'ambito delle esenzioni dei divieti di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione, previsti dalla disciplina comunitaria per le ipotesi di acquisto di azioni da parte dei soli emittenti, ai soggetti controllati e collegati che partecipano ai programmi di riacquisto e al riacquisto delle obbligazioni e altri strumenti finanziari propri ». In sede di consultazione, la Consob, a tale riguardo, ha affermato di non dare, almeno in quella fase, esecuzione a tale disposizione primaria atteso che le ipotesi di inapplicabilità in essa contemplate non « appaiono essere in linea con il sistema delineato dalle fonti comunitarie in materia »⁽⁵⁷⁾. La Consob, quindi, in sede di recepimento della disciplina sul *market abuse*, si è limitata a regolare il profilo informativo degli acquisti di azioni proprie rientranti nel *safe harbour* e ha rinviato al capo II del Reg. CE, che, per l'appunto, disciplina il regime informativo dei programmi di acquisto di azioni proprie (cfr. art. 87-bis RE).

2.2. Le condizioni per poter beneficiare del *safe harbour*.

Per poter godere del *safe harbour*, gli acquisti di azioni proprie devono essere effettuati secondo gli esclusivi obiettivi previsti nel Reg. CE e secondo le modalità stabilite.

Quanto agli obiettivi, per poter beneficiare della deroga ai divieti degli abusi di mercato, essi sono tassativamente i seguenti: ridurre il capitale dell'emittente o adempiere alle obbligazioni derivanti da strumenti di debito convertibili o scambiabili con strumenti finanziari o da programmi di assegnazione di opzioni su azioni o da altri programmi di assegnazione a favore dei dipendenti dell'emittente o di una società collegata (cfr. art. 3 del Reg. CE).

Nonostante le operazioni di acquisto di azioni proprie, come si dirà in prosieguo, possano avere molteplici e più ampi obiettivi di quelli previsti dal Reg. CE, quest'ultimo tutela, dal punto di vista della disciplina sugli abusi di mercato, soltanto quelli in esso previsti.

Il Reg. CE, oltre a prevedere un regime informativo che sarà analizzato nel paragrafo 4, stabilisce che l'emittente deve porre in essere meccanismi necessari per adempiere agli obblighi informativi e tali meccanismi devono consentire la registrazione di tutte le operazioni (art. 4). Le informazioni sono specificate nella Mifid⁽⁵⁸⁾.

(56) Si veda l'art. 2559-bis c.c.

(57) Cfr. documento di consultazione Consob del 15 maggio 2005, par. 4.

(58) Si tratta di: obbligo della registrazione delle operazioni (art. 15), della conservazione delle stesse per almeno cinque anni (art. 25, par. 2) e obblighi informativi nei confronti dell'autorità competente (art. 25, par. 3). Il Reg. CE fa in realtà riferimento alle informazioni di

Il Reg. CE stabilisce poi una serie di condizioni relative alle operazioni (art. 5). In particolare, il Reg. CE indica: i) i prezzi a cui effettuare la negoziazione precisando che un emittente non può acquistare azioni a un prezzo superiore al prezzo medio giornaliero dell'ultima operazione indipendente⁽⁶³⁾ e il prezzo dell'offerta indipendente più elevata corrente nelle sedi di negoziazione dove viene effettuato l'acquisto⁽⁶⁴⁾; ii) il volume massimo acquistabile, pari al 25% del volume medio giornaliero di azioni negoziato nel mercato regolamentato in cui l'acquisto viene effettuato⁽⁶⁵⁾, consentendo però di superare il predetto limite in condizione di liquidità estremamente bassa. In tal caso l'emittente deve informare in anticipo l'autorità competente e, poi, informare il pubblico. In ogni caso non è consentito superare il 50% del volume medio giornaliero.

Per poter beneficiare della deroga ai divieti di abuso, il Reg. CE pone inoltre alcune restrizioni stabilendo che l'emittente non possa effettuare le seguenti operazioni nel corso del programma di riacquisto: operazioni di vendita; negoziazione (intesa come operazioni di acquisto o vendita) in un periodo di interdizione dalle negoziazioni ai sensi della legislazione vigente nello Stato membro in cui la negoziazione viene effettuata; negoziazione (intesa come sopra) nel caso in cui l'emittente abbia deciso di ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate.

La restrizione sulla vendita non si applica qualora l'emittente sia un'impresa di investimento o un ente creditizio e abbia posto in essere « efficaci barriere allo scambio di informazioni (cosiddette "muraglie cinesi") sottoposte alla vigilanza dell'autorità competente », tra i responsabili del trattamento delle informazioni privilegiate concernenti direttamente o indirettamente l'emittente e i responsabili delle decisioni relative alla negoziazione di azioni proprie (ivi compresa la negoziazione di azioni proprie per conto della clientela), quando le negoziazioni di azioni proprie vengono effettuate sulla base di tali decisioni (art. 6, par. 1, lett. a)). In questo caso la *ratio* di non applicare la restrizione è fondata sul fatto che l'emittente, che è anche un intermediario, è già organizzato in modo tale da evitare la circolazione di informazioni privilegiate tra i soggetti che sono responsabili delle decisioni relative alla negoziazione di azioni proprie.

Le restrizioni concernenti la negoziazione in un periodo di interdizione dalle negoziazioni ai sensi della legislazione vigente nello Stato membro in cui la negoziazione

cui alla direttiva 93/22/CEE del Consiglio del 10 maggio 1993 che è stata abrogata dalla MiFid che tuttavia mantiene gli stessi obblighi prescritti dalla precedente direttiva.

(63) Il Reg. CE non stabilisce cosa si intenda per prezzo dell'ultima operazione indipendente, né ciò è chiarito nei lavori preparatori: sembra ragionevole supporre che un'offerta sia indipendente qualora immessa da un soggetto terzo rispetto all'emittente o al soggetto eventualmente incaricato. Peraltro, il Reg. CE prevede che le operazioni di acquisto possano essere effettuate anche al di fuori di un mercato regolamentato (art. 5, par. 1, comma 2); in tal caso il prezzo preso come riferimento è quello dell'offerta corrente o dell'ultima operazione conclusa, indipendenti, sul mercato regolamentato.

(64) È ragionevole ipotizzare che la condizione sia rispettata quando l'acquisto è effettuato a un prezzo minore o uguale a quello presente nel *book* di negoziazione, e a prescindere dal luogo di negoziazione: mercato regolamentato o meno.

(65) Il volume medio giornaliero è calcolato sulla base del volume medio giornaliero degli scambi nel mese precedente al mese nel corso del quale il programma viene comunicato al pubblico e fissato, su tale base, per la durata autorizzata del programma (art. 5, par. 2 Reg. CE).

zione viene effettuata e la negoziazione nel caso in cui l'emittente abbia deciso di ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate non si applicano se: l'emittente ha in corso un « programma di riacquisto di azioni proprie pre-determinato »⁽⁶²⁾ o nel caso in cui il programma sia coordinato da un'impresa di investimento o da un ente creditizio che adotta le decisioni in merito alla negoziazione delle azioni dell'emittente in piena indipendenza e senza essere influenzato dall'emittente per quanto riguarda il momento dell'acquisto.

3. LE PRASSI DI MERCATO AMMESSE.

Nel paragrafo che precede è stata esaminata la disciplina dei programmi di acquisto di azioni proprie, finalizzati al raggiungimento degli esclusivi obiettivi previsti dal Reg. CE, che rientrano quindi nel campo di applicazione del *safe harbour*.

Le operazioni di acquisto di azioni proprie possono tuttavia avere molteplici finalità oltre a quelle tutelate dalla disciplina comunitaria in materia di abusi di mercato: per esempio gli acquisti di azioni proprie possono essere realizzati per scambi di partecipazioni in vista di alleanze, accordi di cooperazione, *joint ventures* od operazioni straordinarie, per finalità di *liquidity providing*. Peraltro, in caso di società quotate, gli acquisti di azioni proprie possono essere effettuati anche al fine di contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta ex art. 104, comma 1 T.U.F.⁽⁶³⁾.

Nonostante il numero di operazioni di *buy-back* stia crescendo, gli obiettivi dei *buy-back* consentiti dal Reg. CE appaiono limitati, come di recente riconosciuto dalle istituzioni comunitarie che ne hanno quindi discusso l'estensione⁽⁶⁴⁾.

Secondo la definizione contenuta nella MAD, le prassi di mercato ammesse sono quelle « prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse dalla competente autorità in conformità delle linee direttrici adottate dalla Commissione secondo la procedura prevista dall'articolo 17, paragrafo 2 »⁽⁶⁵⁾. Mentre il Reg. CE prevede una disciplina armonizzata degli acquisti di azioni proprie, la funzione delle prassi di mercato è quindi quella di disciplinare alcune attività relative alle azioni proprie, consentendo di salvaguardare le peculiarità nazionali. Ciascuna autorità competente, tenendo in considerazione i criteri per il relativo riconoscimento e le caratteristiche dei mercati nazionali, può dunque ammettere alcune prassi di mercato.

(62) Secondo la definizione contenuta all'art. 2, n. 4 del Reg. CE, è un programma di riacquisto di azioni proprie quello in cui le date delle operazioni e i quantitativi di valori mobiliari da negoziare nel periodo di durata del programma sono già stabiliti al momento della comunicazione al pubblico del programma di riacquisto di azioni proprie.

(63) Cf. comunicazione Consob n. DAL/99039592 del 18 maggio 1999.

(64) Cf. CESR/07-116 ad Esame Report, p. 17. Si veda, da ultimo, il documento di consultazione pubblicato dalla Commissione Europea il 20 aprile 2009 per la modifica della MAD in cui l'Autorità, prendendo atto dell'incremento delle operazioni di *buy-back*, si interroga sull'opportunità di estendere il *safe harbour* comunitario ad altre ipotesi rispetto a quelle già tutelate. Il 5 maggio 2009 il CESR ha quindi pubblicato le *guidelines* di livello 5 che però nulla prevedono in ordine a tale estensione (Ref. CESR/09-219).

(65) Si veda, l'art. 1, par. 5.

Allo scopo di prevedere un'estensione degli obiettivi e delle modalità previsti dal Reg. CE, la Consob, con la delibera n. 16859 del 19 marzo 2009, è intervenuta per riconoscere alcune prassi di mercato⁽⁶⁶⁾, previa consultazione pubblica⁽⁶⁷⁾.

Il riconoscimento della prassi consente di non applicare le sanzioni amministrative a chi, effettuando le operazioni di compravendita di cui all'art. 187-ter, comma 5, lettere a) e b) T.U.F. dimostri di avere agito per motivi legittimi e in conformità di dette prassi⁽⁶⁸⁾; gli acquisti di azioni proprie che ricadono nell'ambito di applicazione del Reg. CE beneficiano, invece, della deroga ai divieti degli abusi di mercato con la conseguenza che a tali operazioni non si applicano le disposizioni, anche penali, contenute nel Titolo I-bis del T.U.F.

Come anche rammentato nel documento di esito delle consultazioni, da un lato, «eventuali condotte non rispettose delle condizioni e dei limiti previsti dalle prassi di mercato non costituiscono manipolazione del mercato», e, dall'altro lato, «comportamenti posti in essere nel rispetto delle condizioni e dei limiti previsti dalle prassi potrebbero violare i divieti di manipolazione del mercato qualora, per effetto della combinazione dell'attività oggetto della prassi e di altre concomitanti azioni, possa rilevarsi, da evidenze di fatto, una complessa strategia volta a sostenere in modo fraudolento le quotazioni»⁽⁶⁹⁾.

Le due prassi riconosciute dalla Delibera sono volte rispettivamente a: i) sostenere la liquidità dei titoli; ii) acquistare azioni proprie dell'emittente per la costituzione di un c.d. «magazzino titoli».

Prassi simili sono state riconosciute in altri Paesi⁽⁷⁰⁾.

Prassi di mercato inerente l'attività di sostegno della liquidità del mercato.

La prima prassi disciplina l'attività di sostegno della liquidità e consente all'emittente azioni (o al soggetto in rapporto di controllo) «di concludere un contratto

⁽⁶⁶⁾ La definizione di «prassi di mercato ammesse» nel T.U.F. è la seguente: «prassi di cui è ragionevole attendersi l'esistenza in uno o più mercati finanziari e ammesse o individuate dalla Consob in conformità alle disposizioni di attuazione della direttiva 2003/6/CE, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003» (cfr. art. 180, comma 1, lett. c) T.U.F.).

⁽⁶⁷⁾ La Consob ha pubblicato il documento di consultazione il 4 agosto 2008 (cui Assosime ha risposto con lettera del 16 ottobre 2008) che è stato seguito dalla delibera n. 16859 del 19 marzo 2009 (di seguito la «Delibera») con cui ha disciplinato due prassi di mercato. I criteri e le procedure per il riconoscimento delle prassi sono disciplinati nel Regolamento Consob n. 16191 del 29 ottobre 2007 in materia di mercati (artt. 40 ss.).

⁽⁶⁸⁾ L'art. 187-ter, comma 5, lett. a) concerne le operazioni ed ordini di compravendita che forniscono o siano idonei a fornire indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di strumenti finanziari. La lett. b) concerne le operazioni ed ordini di compravendita che consentono, tramite l'azione di una o più persone che agiscono di concerto, di fissare il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari a un livello anomalo o artificiale.

⁽⁶⁹⁾ Si veda il documento di esito delle consultazioni del 19 marzo 2009, par. 9.

⁽⁷⁰⁾ Per citare casi analoghi a quelli previsti nel nostro ordinamento, si rammenta che in Francia e Grecia sono state riconosciute le prassi di mercato relative ad acquisti di azioni proprie con l'obiettivo di manipolare titoli dell'emittente in vista di operazioni straordinarie. In Francia, Portogallo e Spagna sono state inoltre riconosciute le prassi di mercato con finalità di *liquidity providing*. Per una completa disamina di tutte le prassi di mercato riconosciute si veda <http://www.cesr.eu.org/index.php?page=gratops&mar=0&id=51>.

con un intermediario al fine di sostenere (...), per un periodo di tempo stabilito, la liquidità degli strumenti finanziari così da favorire il regolare svolgimento delle negoziazioni ed evitare movimenti dei prezzi non in linea con l'andamento del mercato» (par. 2 della Delibera).

Una simile attività era stata al tempo definita dalla Consob come attività di «stabilizzazione dei corsi» ed era disciplinata dalla raccomandazione n. BOR/RM/92005534 del 23 luglio 1992, abrogata in sede di recepimento della disciplina sugli abusi di mercato⁽⁷¹⁾.

La Consob, con la Delibera, disciplina ora più in dettaglio le condizioni che devono ricorrere per poter beneficiare della prassi.

In primo luogo l'emittente deve avvalersi di un intermediario con il quale sottoscrive un contratto⁽⁷²⁾. Tale previsione non sembra in sintonia con il riconoscimento, a seguito del recepimento della Mifid, della possibilità per soggetti diversi dagli intermediari di operare direttamente sui mercati regolamentati, previa sussistenza delle condizioni previste⁽⁷³⁾.

L'attività di sostegno della liquidità può essere svolta dall'intermediario: i) con rischio per il soggetto interessato, ove i risultati economici derivanti dall'attività di negoziazione ricadano sul soggetto interessato⁽⁷⁴⁾; ii) con rischio per l'intermediario, ove i risultati economici derivanti dall'attività di negoziazione ricadano sull'intermediario⁽⁷⁵⁾.

Il contratto deve stabilire il limite massimo delle posizioni in acquisto e vendita che non può comunque superare il 2% degli strumenti finanziari emessi⁽⁷⁶⁾. La percentuale è calcolata al momento in cui ha inizio l'attività e aggiornata all'inizio di

⁽⁷¹⁾ Con il Reg. CE la stabilizzazione è definita invece come «ogni acquisto o offerta di acquisto di valori mobiliari pertinenti, o ogni operazione su strumenti collegati equivalenti, da parte di imprese di investimento o enti creditizi, effettuati nel contesto di una distribuzione significativa di detti valori mobiliari pertinenti allo scopo esclusivo di sostenere il prezzo di mercato per un periodo di tempo predeterminato, a causa della pressione alla vendita esercitata su tali valori mobiliari» (cfr. art. 2, par. 7). È pertanto opportuno distinguere le due fattispecie: da una parte l'attività di sostegno della liquidità (ora disciplinata dalla prassi in commento), dall'altra quella di stabilizzazione, effettuata in occasione di un IPO, disciplinata dal Reg. CE e beneficiane del *safe harbor* comunitario. A quest'ultima attività, quindi, non si applicano le disposizioni relative agli abusi di mercato in quanto, per definizione, non configurano abusi di mercato (si veda anche il 2° considerando del Reg. CE).

⁽⁷²⁾ La raccomandazione Consob n. BOR/RM/92005534 del 23 luglio 1992 faceva invece riferimento alle pratiche di stabilizzazione poste in essere dagli emittenti, da soggetti appartenenti al gruppo dell'emittente e da operatori appositamente incaricati senza prescrivere l'obbligo di incaricare un soggetto esterno all'emittente.

⁽⁷³⁾ Si vedano l'art. 25, comma 2 T.U.F. e le Istruzioni di Borsa Italiana (art. I.A.3.1). Il soggetto interessato è definito come l'emittente azioni o i soggetti in rapporto di controllo con tale emittente autorizzati dall'emittente a sottoscrivere il contratto o una società di gestione dei fondi chiusi.

⁽⁷⁴⁾ Le due fattispecie sarebbero riconducibili all'istituto della rappresentanza diretta e indiretta; nel caso i) si tratterebbe di una rappresentanza diretta in cui gli effetti conclusi dal rappresentante (intermediario) si producono immediatamente in capo al rappresentato (soggetto interessato, secondo la definizione contenuta nella Delibera). Nel caso ii) si tratterebbe di una rappresentanza indiretta in cui gli effetti degli atti conclusi dal rappresentante si producono nel patrimonio di costui con obbligo di trasferimento in favore del c.d. rappresentato.

⁽⁷⁶⁾ Tali limiti possono essere superati alle condizioni previste specificamente dalla Consob (cfr. par. 20 della Delibera).

ciascun trimestre successivo, nonché in occasione di ogni importante variazione degli strumenti finanziari emessi.

L'intermediario, che non deve essere in rapporto di controllo con l'emittente (77) e che può anche assumere la qualifica di *specialist* (78), deve assumere le decisioni in modo indipendente (79).

Le modalità di remunerazione dell'intermediario devono essere coerenti con la finalità dell'attività e « non devono incentivare l'intermediario ad influenzare i prezzi o gli scambi ». A titolo meramente esemplificativo, « la mancanza di un tetto relativo al controvalore massimo per le commissioni riferite a ciascuna operazione e all'intera attività non risulta coerente con le citate finalità » (80).

L'attività di sostegno della liquidità può essere effettuata sia su un mercato regolamentato sia su un sistema multilaterale di negoziazione; la definizione di mercato comprende infatti entrambe le *trading venues* (81). È previsto che gli strumenti finanziari acquistati e venduti in esecuzione del contratto debbano essere venduti (o acquistati) sul mercato entro il termine del contratto, fatta salva la possibilità di chiusura delle medesime posizioni entro un periodo di tempo successivo al termine del contratto.

Quanto ai limiti operativi, essi sono stati mutuati da quelli previsti dal Reg. CE. Il prezzo delle proposte di negoziazione non deve essere superiore al prezzo più elevato tra il prezzo dell'ultima operazione indipendente e il prezzo corrente della proposta di negoziazione in acquisto indipendente più elevata presente nel mercato in cui le proposte in acquisto vengono inserite (82). Il prezzo non può inoltre essere inferiore al prezzo più basso tra il prezzo dell'ultima operazione indipendente e il prezzo corrente della proposta di negoziazione in vendita indipendente più bassa presente nel mercato in cui le proposte in acquisto vengono inserite.

Ai fini della qualificazione delle operazioni concluse dallo stesso intermediario come indipendenti, devono essere rispettate le previsioni di cui ai par. 10, 11, 13 e 14 della Delibera; pertanto l'intermediario non deve essere in rapporto di controllo con l'emittente e deve decidere le operazioni di compravendita in modo autonomo, deve essere organizzato in modo tale che le decisioni operative inerenti all'attività

(77) Tale previsione inibisce, pertanto, all'emittente di avvalersi eventualmente di un intermediario in rapporto di controllo con il medesimo emittente per lo svolgimento dell'attività di sostegno della liquidità. Ciò impone quindi alla banche quotate di avvalersi di intermediari appartenenti a gruppi concorrenti.

(78) Lo *specialist* è un operatore previsto dal Regolamento dei Mercati di Borsa Italiana che si impegna con l'emittente a garantire la liquidità di uno o più titoli azionari esponendo continuamente sul mercato proposte in acquisto e in vendita.

(79) La Consob ha chiarito, nel documento di esito delle consultazioni, che lo *specialist provider* e il *liquidity provider* svolgono ruoli diversi: mentre lo *specialist* è obbligato a inserire proposte di negoziazione seguendo le indicazioni richieste dal regolamento del mercato, il *liquidity provider* è dotato facoltativamente dal soggetto interessato. Qualora l'intermediario svolga entrambe le attività non è necessario che predisponga misure organizzative volte a gestire separatamente. Peraltro il CESR aveva affermato che: «...conduct of the practice in conformity with the rules of the relevant regulated market would be sufficient in itself to promote market integrity and therefore the question of giving the practice accepted market practice status should not arise » (cfr. CESR/04-305b).

(80) Si veda par. 14 della Delibera.

(81) Si veda par. 1, lett. g) della Delibera.

(82) Si veda par. 5 del Reg. CE. La Consob, come si legge nel documento di consultazione, si è basata su criteri analoghi a quelli previsti dalla disciplina comunitaria.

oggetto della prassi siano indipendenti dagli interessi connessi ai servizi di investimento svolti, l'unità operativa dell'intermediario incaricata non deve ricevere dall'emittente alcuna informazione privilegiata e devono sussistere modalità di remunerazione coerenti con la finalità dell'attività. Non sono considerate indipendenti le proposte inserite c/o le operazioni concluse dall'intermediario nell'ambito dell'eventuale svolgimento in modo non separato dell'attività di *specialist* c/o di quelle attività commesse a eventuali incarichi ricevuti in occasione di programmi di acquisto di azioni proprie effettuati in conformità dal Reg. CE.

Anche il limite relativo al quantitativo di strumenti finanziari è stato mutuato dalla disciplina comunitaria: il numero di strumenti finanziari (acquistati e venduti) non deve essere superiore al 25% della media giornaliera di strumenti finanziari scambiati nel medesimo mercato nei venti giorni di negoziazione precedenti. Il limite può essere superato nei seguenti casi previsti specificamente dalla Consob: a) in eccezionali giornate, allo scopo esclusivo di sostenere la liquidità a fronte della sussistenza di una straordinaria pressione in acquisto o in vendita sugli strumenti finanziari; b) comunque entro il limite del 50% della citata media, ove sussistano, per un periodo di tempo comunque breve, condizioni di estrema illiquidità del mercato; c) in presenza di condizioni di mercato caratterizzate da elevata volatilità delle quotazioni riconducibili a eventi eccezionali, quali, tra gli altri, quelli connessi a rischi di crisi sistemiche e/o questioni di politica/sicurezza nazionale c/o internazionale, rilevate e indicate con apposito provvedimento della Consob.

Allo scopo di minimizzare le pressioni sul mercato, la Consob richiede all'intermediario di chiudere le posizioni aperte non appena se ne presenti l'opportunità, evitando di profarle nel tempo.

Con riguardo alla trasparenza, è prevista la comunicazione, sia al pubblico, da un lato, sia alla Consob e alla società di gestione, dall'altro lato. La comunicazione al pubblico delle informazioni copre una serie più ristretta di quella prevista per la Consob. Con riferimento alla comunicazione al pubblico, è stabilito che l'emittente (con le modalità per la pubblicazione delle informazioni privilegiate (83)), in occasione della conclusione del contratto, comunichi alcuni elementi del contratto stesso (84). Alla Consob deve essere, invece, inviata copia integrale del contratto, mentre alla società di gestione del mercato è necessario comunicare la durata del

(83) La Delibera fa riferimento a tali modalità in quanto essa è precedente alle modifiche apportate al RE per effetto del recepimento della direttiva 2004/109/CE del Parlamento e del Consiglio del 15 dicembre 2004 sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (di seguito « Direttiva Trasparenza »), avvenuta ad opera della delibera Consob n. 16850 del 1° aprile 2009, entrata in vigore il 24 aprile 2009. Tale delibera ha stabilito le nuove modalità di diffusione, stoccaggio e deposito delle informazioni regolamentate e ha anche previsto una disciplina transitoria fino a che non saranno attivi i sistemi di diffusione delle informazioni e di stoccaggio.

(84) La comunicazione al pubblico concerne: i) l'avvenuta conclusione del contratto; ii) data di inizio attività di sostegno del mercato; iii) dati identificativi dell'intermediario (anche di quello che, membro del mercato, sia eventualmente incaricato di inserire le proposte di negoziazione nel book); iv) i mercati su cui viene posta in essere l'attività; v) nel caso in cui l'attività sia svolta con rischio per il soggetto interessato; vi) numero degli strumenti finanziari c/o l'ammontare del contante messi a disposizione dell'intermediario da parte del soggetto interessato; vii) limiti massimi per le posizioni aperte; viii) altre eventuali condizioni rilevanti (pressione non essere indicate le condizioni economiche e la durata del periodo di svolgimento dell'attività).

contratto, l'identità dell'eventuale soggetto incaricato dall'intermediario nonché il limite massimo per le posizioni aperte in acquisto o in vendita.

Qualora l'attività sia svolta con strumenti finanziari di proprietà dell'intermediario, quest'ultimo è tenuto a comunicare all'emittente, entro quindici giorni dalla fine di ciascun trimestre, informazioni relative al numero e al controvalore degli strumenti finanziari acquistati e venduti, nonché al numero di strumenti finanziari che rappresentavano la posizione complessivamente aperta all'inizio e alla fine del trimestre. Tali informazioni devono allo stesso modo essere pubblicate dall'emittente. La comunicazione delle informazioni può essere liberamente effettuata dall'emittente in quanto la Consob non ha predisposto uno specifico modello⁽⁸⁵⁾.

Prassi di mercato relativa all'acquisto di azioni proprie per la costituzione di un c.d. «magazzino titoli».

La seconda prassi disciplina l'attività di c.d. «magazzino titoli». All'interno di tale prassi sono state previste due differenti finalità che consistono: *i)* nell'eventuale impiego delle azioni come corrispettivo in operazioni straordinarie, anche di scambio e partecipazione; *ii)* nell'adempimento di obbligazioni derivanti da programmi di distribuzione, a titolo oneroso o gratuito, di opzioni su azioni o azioni ad amministratori, dipendenti e collaboratori dell'emittente o di società controllate, nonché da programmi di assegnazione di azioni proprie.

Con riguardo alla lett. *ii)*, tale previsione nasce per effetto della disposizione del Reg. CE che fa riferimento solo ai dipendenti⁽⁸⁶⁾, anziché anche agli amministratori. Tuttavia, una rigida distinzione tra programmi di riacquisto di azioni proprie volti all'assegnazione di azioni in base ai destinatari (amministratori o dipendenti) non sembra ragionevole non solo perché buona parte dei piani di *stock options* sono destinati anche agli amministratori, ma in quanto la distinzione non avrebbe senso alla luce degli scopi della normativa comunitaria; tra l'altro, lo scopo del programma di riacquisto di azioni proprie non verrebbe comunque modificato per effetto di una siffatta distinzione.

Alla luce di quanto sopra, la Consob ha ritenuto opportuno prevedere esplicitamente nella prassi, tra i destinatari dei piani di compenso, gli amministratori. Inoltre, al fine di allineare le disposizioni con quelle contenute nel T.U.F. (art. 144-bis), sono stati previsti anche i collaboratori dell'emittente o delle società controllate tra i destinatari dei programmi di distribuzione di opzioni su azioni o azioni.

Inoltre, poiché il Reg. CE non chiarisce se le assegnazioni rientranti nel *safe harbor* siano solo quelle a titolo gratuito o anche a titolo oneroso, la Consob ha ritenuto opportuno specificare che le distribuzioni coperte dalla prassi sono sia quelle a titolo oneroso, sia quelle a titolo gratuito. Le società, infatti, potrebbero cedere a titolo oneroso le azioni ai propri dipendenti e non è certo se tale operatività rientri nell'ambito di applicazione del *safe harbor*⁽⁸⁷⁾.

⁽⁸⁵⁾ Si veda il documento di esito delle consultazioni del 19 marzo 2009, par. 16.

⁽⁸⁶⁾ Nella versione inglese del Reg. CE è utilizzato il termine «employees», senza ulteriori specificazioni (cfr. art. 5, lett. b)).

⁽⁸⁷⁾ Il dubbio sul fatto che il caso in cui le azioni siano cedute a titolo oneroso ai dipendenti non sia coperto dal *safe harbor* è rafforzato dalla previsione contenuta nel Reg. CE secondo la quale per beneficiare della deroga ai divieti sulla disciplina in materia di abusi di

La prassi copre anche l'acquisto di azioni proprie finalizzato all'assegnazione gratuita di azioni ai soci.

La prassi consente all'emittente, direttamente o indirettamente, o all'intermediario incaricato, di procedere all'acquisto di azioni finalizzato agli obiettivi di cui sopra. Il magazzino titoli, secondo la prassi in commento, può essere posto in essere dall'emittente o dalle controllate dell'emittente⁽⁸⁸⁾. La prassi tutela sia gli acquisti effettuati dalle controllate su mandato della controllante (ex art. 2557, comma 5 c.c.), sia gli acquisti effettuati dalle controllate in autonomia (ex art. 2559-bis c.c.). Come accennato in precedenza, tale specificazione è rilevante in quanto gli acquisti di azioni proprie tutelati invece dal Reg. CE sembrano riferiti soltanto a quelli effettuati dalle società controllate su incarico della controllante, stante il richiamo, nel Reg. CE, agli artt. da 19 a 24 della seconda direttiva⁽⁸⁹⁾.

Quanto sopra ha pertanto indotto a prevedere, nella prassi in commento, il riconoscimento della possibilità che l'acquisto sia realizzato dall'emittente e dalle controllate in modo da includere anche gli acquisti effettuati dalle controllate che operano in autonomia ex art. 2559-bis c.c.⁽⁹⁰⁾ e che potrebbero effettuare gli acquisti con le finalità indicate, beneficiando delle tutele delle prassi di mercato.

Qualora gli acquisti siano effettuati dall'emittente, quest'ultimo deve stabilire efficaci misure organizzative interne che impediscano l'accesso a informazioni privilegiate da parte della funzione responsabile dell'operatività.

Per avvalersi dei benefici derivanti dalla prassi, è necessario rispettare le condizioni operative previste dagli artt. 5 e 6 del Reg. CE in termini di prezzi e volumi⁽⁹¹⁾.

Con riguardo alle condizioni di trasparenza, l'emittente deve rispettare le previsioni contenute all'art. 4 del Reg. CE⁽⁹²⁾, includendo, nel comunicato che precede l'inizio delle negoziazioni, anche il quantitativo di azioni da acquistare per ciascuna (delle due) finalità. Ogni modifica del quantitativo deve essere oggetto di comunica-

mercato, nel corso del programma di acquisto di azioni proprie, l'emittente non effettua le operazioni di vendita di azioni proprie (art. 6, comma 1, lett. a)); sebbene la *ratio* di tale previsione, anche alla luce dei lavori preparatori del Reg. CE, sia quella di vietare alla società il *trading* di azioni proprie, essa ha di fatto rafforzato il dubbio che la fattispecie in commento non sia correlata dal *safe harbor*. Peraltro, come rilevato al par. 1, spesso i piani di *stock options* sono realizzati tramite, per esempio, cessione ai dipendenti di azioni.

⁽⁸⁸⁾ Si veda la definizione di «emittente» contenuta nella Delibera: «l'emittente o le controllate dell'emittente che acquistano le azioni».

⁽⁸⁹⁾ Il mancato richiamo, all'art. 2 del Reg. CE, dell'art. 24-bis della seconda direttiva, che disciplina il caso di acquisto di azioni proprie da parte della controllata al di fuori dei casi di eventuale interposizione, consente di ritenere che il *safe harbor* non tutela la fattispecie di acquisto di azioni proprie da parte della controllata in autonomia, operato ai sensi dell'art. 2559-bis, comma 1 c.c.

⁽⁹⁰⁾ Si pensi al caso di una società controllata da una società quotata che, in autonomia, acquista azioni della controllante per attribuire *stock options* ai suoi dipendenti.

⁽⁹¹⁾ Anche in questo caso il limite relativo al volume può essere superato in presenza delle condizioni previste specificamente dalla Consob.

⁽⁹²⁾ Ai sensi di quanto previsto dal Reg. CE, prima dell'inizio delle negoziazioni l'emittente deve comunicare tutti i dettagli del programma inclusi: l'obiettivo del programma, il controvalore massimo, il quantitativo massimo e la durata del periodo per il quale il programma ha ricevuto l'autorizzazione. Eventuali successive modifiche devono essere oggetto di comunicazione al pubblico. L'emittente deve inoltre comunicare al pubblico i dettagli di tutte le operazioni non oltre la fine della settima giornata successiva alla data di esecuzione delle operazioni.

zione al pubblico senza indugio. A questo proposito è opportuno sottolineare che sia in fase di prima applicazione, sia a regime, la ripartizione e l'indicazione delle quantità degli strumenti finanziari riferibili a ciascuna finalità prevista dalle diverse prassi ammesse dovranno essere decise in occasione dell'esecuzione delle delibere assembleari e pubblicate tramite i comunicati diffusi al mercato contenenti le relative informazioni⁽⁹¹⁾.

Quora si intendesse destinare ad altra finalità le azioni acquistate nell'ambito della prassi, tale decisione deve essere comunicata al pubblico senza indugio.

Tutte le informazioni sono diffuse con le modalità previste per la pubblicazione delle informazioni privilegiate⁽⁹²⁾. Inoltre, tutte le informazioni affinenti agli ordini conferiti o innessi sul mercato e alle operazioni concluse devono essere oggetto di registrazione da parte dell'emittente o dell'eventuale intermediario incaricato.

4. IL REGIME INFORMATIVO DEGLI ACQUISTI DI AZIONI PROPRIE.

Nel presente paragrafo è esaminata la disciplina informativa: *i)* relativa agli obblighi derivanti dal rispetto della parità di trattamento; *ii)* relativa agli acquisti di azioni proprie che rientrano nel *safe harbour*; *iii)* rivincente dalle altre disposizioni previste nel RE per gli acquisti di azioni proprie⁽⁹³⁾.

Gli obblighi derivanti dalle lettere *i)* e *iii)* devono essere sempre rispettati dalla società quotata. Le previsioni di cui alla lettera *ii)* sono obbligatorie nel solo caso in cui la società voglia beneficiare del *safe harbour*, effettuando operazioni di acquisto di azioni proprie ai sensi e per gli effetti di quanto previsto al Reg. CE⁽⁹⁴⁾.

Obblighi informativi derivanti dalla parità di trattamento.

Come accennato al paragrafo 1.3, la disciplina informativa per gli acquisti di azioni proprie non rientranti nel *safe harbour* è contenuta all'art. 144-bis RE che attua le disposizioni contenute nella norma primaria (art. 152 T.U.F.).

Tali obblighi informativi si concretano nella comunicazione al pubblico, prima dell'inizio delle operazioni finalizzate all'acquisto delle azioni, dei dettagli del programma, includendo almeno l'obiettivo dello stesso, il controvalore massimo, il quantitativo massimo di azioni da acquisire e la durata del periodo per il quale il programma ha ricevuto l'autorizzazione (art. 144-bis, comma 3). La comunicazione al pubblico è effettuata con le modalità previste nel Titolo II, Capo I (art. 144-bis, comma 5).

⁽⁹¹⁾ Si veda il documento di esito delle consultazioni del 19 marzo 2009, par. 19.

⁽⁹²⁾ Valgono le considerazioni svolte alla nota n. 84.

⁽⁹³⁾ Si consideri inoltre che il T.U.F., a seguito del recepimento della direttiva 2006/46/CE del Parlamento e europeo e del Consiglio del 14 giugno 2006 relativa ai conti annuali e consolidati, prevede anche che nella sezione della relazione sulla gestione siano riportate informazioni riguardanti le autorizzazioni all'acquisto di azioni proprie (art. 125-bis, comma 1, lett. c).

⁽⁹⁴⁾ Anche nel caso in cui la società voglia beneficiare delle prassi di mercato ammesse, essa dovrà rispettare le lettere *i)* e *iii)*, oltre alle previsioni commentate al paragrafo 3.

Tale informativa, dovuta anche per le modifiche successive, è prevista in tutti i casi eccetto quelli relativi all'offerta pubblica di acquisto o di scambio⁽⁹⁵⁾; ciò coerentemente con il fatto che in tale ipotesi la normativa già prevede l'informativa contenuta nel documento di offerta.

L'emittente è inoltre tenuto a comunicare al pubblico informazioni sull'esito del programma con un sintetico commento, al fine di rendere noti non solo i dati dell'operazione, ma anche un «commento» sull'andamento del programma (art. 144-bis, comma 4). Tuttavia, tale richiesta di commento potrebbe essere fuorviante in quanto implica una valutazione da parte dell'emittente anche in ordine a elementi che potrebbero essere a esso estranei; essa, inoltre, non appare in linea con quanto previsto dal «Report»⁽⁹⁶⁾.

Acquisti di azioni proprie che rientrano nel *safe harbour*.

Qualora le operazioni di acquisto di azioni proprie siano effettuate ai sensi e per gli effetti di quanto previsto al Reg. CE (ovvero rientrino nell'ambito del *safe harbour*), si applicheranno, oltre alle previsioni appena citate⁽⁹⁷⁾, gli obblighi informativi previsti al capo II del Reg. CE.

In realtà, secondo il Reg. CE, l'emittente dovrebbe comunicare al pubblico, prima dell'inizio delle negoziazioni, i dettagli del programma incluso l'obiettivo, il controvalore massimo, il quantitativo massimo di azioni da acquisire e la durata del periodo per il quale il programma ha ricevuto l'autorizzazione (art. 4, par. 2). Inoltre, le modifiche successive al programma devono essere oggetto di adeguata comunicazione al pubblico (art. 4, par. 2). Tali informazioni sono le medesime previste dall'art. 144-bis RE e quindi non comportano un ulteriore obbligo informativo.

L'unico obbligo ulteriore previsto dal Reg. CE è la comunicazione al pubblico dei dettagli di tutte le operazioni non oltre la fine della settimana giornata di borsa successiva alla data di esecuzione delle operazioni (art. 4, par. 4)⁽⁹⁸⁾.

Tutte le comunicazioni devono essere effettuate secondo le modalità di diffusione dell'informativa *price sensitive*⁽⁹⁹⁾, come previsto dall'art. 87-bis RE.

Le ulteriori disposizioni per gli acquisti di azioni proprie.

Oltre alle disposizioni appena esaminate, sussistono ulteriori obblighi informativi nel RE che si aggiungono a quelli sopra menzionati.

In primo luogo occorre fare riferimento alle disposizioni sulle operazioni straordinarie.

⁽⁹⁷⁾ Prevista all'art. 144-bis, comma 1, lett. *a)* RE.

⁽⁹⁸⁾ Il Report prevede che l'emittente fornisca informazioni alla fine del programma ma non richiede commenti sullo stesso. Si veda inoltre la risposta di Assorim del 17 giugno 2005 al documento di consultazione Consob del 15 maggio 2005.

⁽⁹⁹⁾ Contenute agli artt. 152 T.U.F. e 144-bis RE.

⁽¹⁰⁰⁾ La comunicazione potrebbe non essere necessariamente giornaliera, potendo cumulare tutti i dettagli in un'unica comunicazione alla fine della settimana giornata di borsa successiva alla data di esecuzione delle operazioni.

⁽¹⁰¹⁾ Valgono le considerazioni espresse alla nota n. 84.

Con riguardo all'informativa da fornire al pubblico, è prescritto agli emittenti azioni⁽¹⁰³⁾ di mettere a disposizione del pubblico, almeno quindici giorni prima dell'assemblea, presso la sede sociale, la relazione illustrativa dell'organo amministrativo redatta secondo lo schema 3A (art. 75 RE)⁽¹⁰³⁾.

Con riferimento all'informativa da fornire alla Consob, è stabilito che gli emittenti azioni che hanno convocato l'assemblea per deliberare in merito all'acquisto di azioni proprie trasmettano alla Consob medesima, contestualmente alla diffusione al pubblico, la relazione illustrativa di cui sopra e, entro trenta giorni dall'assemblea, il relativo verbale (art. 93 RE)⁽¹⁰⁴⁾.

Oltre alle disposizioni sulle operazioni straordinarie, il RE stabilisce che, effettuate le operazioni di compravendita, gli emittenti azioni debbano informare il pubblico e la Consob di tali operazioni effettuate da essi direttamente o da società direttamente o indirettamente controllate⁽¹⁰⁵⁾ ovvero da soggetti appositamente incaricati secondo l'allegato 3F (art. 87 RE).

Secondo quanto previsto dall'allegato 5F, la comunicazione contenente le operazioni effettuate in ciascun mese è trasmessa al pubblico entro i tre giorni lavorativi del mese successivo⁽¹⁰⁶⁾.

(103) Per «emittenti azioni» si intendono, ex art. 65, comma 1, lett. c) T.U.F., i soggetti italiani che emettono azioni alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano e che hanno l'italia come Stato membro di origine ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. n-quater) T.U.F.

(104) Tale disposizione è in attuazione dell'art. 114, comma 5 T.U.F. Secondo quanto previsto dallo schema 3A, la relazione deve contenere: 1) le motivazioni per le quali è richiesta l'autorizzazione all'acquisto (c/o alienazione) di azioni proprie; 2) il numero massimo, la categoria e il valore nominale delle azioni alle quali si riferisce l'autorizzazione; 3) ogni utile informazione ai fini di una compiuta valutazione del rispetto della disposizione prevista dall'art. 2557, c.c.; 4) la durata per la quale l'autorizzazione è richiesta; 5) il corrispettivo minimo e massimo nonché le valutazioni di mercato sulla base delle quali gli stessi sono stati determinati; 6) le modalità tra quelle indicate nell'art. 144-bis attraverso le quali gli acquisti saranno effettuati e, se conosciute, quelle attraverso le quali le alienazioni saranno effettuate; 7) ove l'operazione sia strumentale alla riduzione del capitale sociale mediante annullamento delle azioni proprie acquistate, l'indicazione delle riserve utilizzabili.

(105) Tale disposizione è in attuazione dell'art. 115 T.U.F.

(106) Tale disposizione prescrive dunque un regime informativo per l'acquisto di azioni proprie sia nel caso in cui sia la società, in proprio, a effettuare le operazioni di compravendita, sia nel caso in cui le operazioni siano poste in essere da società, anche indirettamente controllate; tale specificazione è altresì contenuta nell'Allegato 5F, par. 1.1, lett. a). Si noti inoltre che il precedente art. 101 RE è stato abrogato in sede di recepimento della Direttiva *Transparency* (cfr. delibera Consob n. 16850 del 1° aprile 2009 che ha accorpato nell'art. 87 sia l'obbligo di comunicazione alla Consob sia l'obbligo di comunicazione al pubblico).

(107) Ciò è quanto previsto nella versione dell'allegato 3F precedente a quella modificata a seguito del recepimento della Direttiva *Transparency*: la comunicazione deve essere effettuata dall'emittente entro i primi tre giorni lavorativi del mese successivo all'effettuazione delle operazioni e la Consob rende noto al pubblico entro i primi dieci giorni lavorativi del mese successivo a quello in cui sono state effettuate le operazioni. L'allegato 5F è stato modificato dalla delibera Consob n. 16840 del 1° aprile 2009 che ha recepito la Direttiva *Transparency*. Nella nuova versione dell'allegato 3F, la tempistica, nella fase transitoria, per l'emittente e per la Consob, è la medesima di quella precedentemente prevista, mentre, a regime, la comunicazione da parte dell'emittente deve essere effettuata entro i primi sette giorni lavorativi del mese successivo all'effettuazione delle operazioni. A regime, le modalità di invito al pubblico sono ugualmente disciplinate nell'allegato citato che prevede: a) trasmissione del documento nel formato PDF testé, secondo le modalità previste dal Titolo II, Capo I RE e b) tra-

La violazione di tali disposizioni è punita con la sanzione amministrativa pecuniaria prevista all'art. 193, comma 1 T.U.F.⁽¹⁰⁷⁾.

Infine occorre considerare gli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti in relazione all'acquisto di azioni proprie, introdotti in sede di recepimento della Direttiva *Transparency*⁽¹⁰⁸⁾.

Mentre nel RE prevalgono tali obblighi erano stati esplicitamente previsti nelle sole Istruzioni alla compilazione del modello 120A⁽¹⁰⁹⁾, il RE, così come modificato e in coerenza con la Direttiva *Transparency*⁽¹¹⁰⁾, stabilisce esplicitamente che gli obblighi di comunicazione sulle partecipazioni rilevanti si applicano anche agli emittenti azioni quotate relativamente alle azioni proprie detenute direttamente ovvero tramite società controllate (art. 117-bis, comma 1).

L'obbligo non è esteso in capo al soggetto che controlla l'emittente quotato: le azioni proprie degli emittenti azioni quotate e le azioni detenute da società da questi ultimi controllate non sono quindi computate ai fini degli obblighi di comunicazione delle partecipazioni dei soggetti che controllano gli stessi emittenti azioni quotate (art. 117-bis, comma 2).

La violazione delle disposizioni in tema di partecipazioni rilevanti (così come il ritardo non superiore a due mesi) è punita con la sanzione amministrativa pecuniaria prevista all'art. 193, comma 2 T.U.F.⁽¹¹¹⁾.

Da tutto questo complesso di disposizioni appare chiaro che l'informativa sugli acquisti di azioni proprie è abbondante e non sempre coordinata⁽¹¹²⁾. Anche se le finalità delle disposizioni esaminate sono diverse, come anche rilevato dalla Consob⁽¹¹³⁾, tuttavia sarebbe opportuno un generale ripensamento della disciplina, nell'ottica di una razionalizzazione del regime informativo che possa anche alleviare gli emittenti da obblighi ridondanti⁽¹¹⁴⁾.

Il meccanismo del citato schema nel formato XML disponibile sul sito internet della Consob al meccanismo di stoccaggio autorizzato, secondo le modalità previste dal Titolo II, Capo I RE. In alternativa, gli obblighi di comunicazione possono essere adempiti mediante utilizzo dello SDR rispettando le modalità tecniche e il formato eventualmente previsti dallo SDR.

Si rammenta peraltro che la disciplina transitoria cesserà con apposito provvedimento della Consob, come si legge al par. IV.I della delibera Consob n. 16850 e che, quindi, le nuove tempistiche (e modalità) previste nell'allegato 3F dovranno essere rispettate solo alla cessazione di tale periodo transitorio.

(107) La sanzione va da cinquemila a cinquantemila euro.

(108) Le regole per la comunicazione delle partecipazioni sono quelle previste all'art. 117 RE.

(109) Si veda: Allegato 4B, punto a), Parte I, punto 2.1.

(110) Si veda art. 14.

(111) L'omissione è punita con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro venticinquemila a euro duecentocinquantomila. Il ritardo è punito con la sanzione amministrativa pecuniaria da euro cinquemila a cinquantemila.

(112) Ad esempio, la comunicazione mensile con i dettagli giornalieri delle operazioni obbligatoria prescritta dal RE, ha un contenuto molto simile a quella, settimanale, prevista dal Reg. CE.

(113) Si veda il documento di esito delle consultazioni del 19 marzo, 2009, par. 15.

(114) Assortite, in sede di risposta, sia alla consultazione sul recepimento della Direttiva *Transparency* sia alle prassi di mercato, aveva chiesto un ripensamento della disciplina informativa sugli acquisti di azioni proprie. Analoga richiesta è stata effettuata da altri soggetti consultati (si veda il documento di esito delle consultazioni sul recepimento della Direttiva *Transparency*, allegato n. 2, p. 8).

Tale razionalizzazione sembra opportuna anche alla luce della disciplina comunitaria che, in materia di azioni proprie ⁽¹¹⁵⁾, ha stabilito un regime informativo sufficientemente esaustivo cui anche il nostro ordinamento potrebbe attenersi, evitando di aggiungere ulteriori obblighi informativi.

L'abolizione del libro soci nella s.r.l.

Circolare Assonime n. 21/2009

Sommario: Introduzione. — 1. Il nuovo regime di efficacia e pubblicità del trasferimento di quote. — 1.1. Efficacia del trasferimento verso la società. — 1.2. Il regime pubblicitario della s.r.l. con unico socio e della ricostituzione della pluralità dei soci. — 1.3. Inefficacia del trasferimento della partecipazione per violazione di clausole di gradimento e prelazione. — 1.4. Effetti dell'abolizione del libro soci sulla pubblicità ed efficacia dei vincoli sulle quote. — 1.5. Il libro soci facoltativo. — 2. Modifiche di coordinamento. — 2.1. Iscrizione dell'atto di pignoramento della quota. — 2.2. I versamenti ancora dovuti sulle quote. — 2.3. Obbligo di deposito dell'elenco dei soci presso il registro delle imprese. — 2.4. Il domicilio dei soci e le modalità di convocazione dell'assemblea.

Nell'ambito delle misure di semplificazione per le società, adottate con le modifiche normative di novembre 2008 (c.d. decreto anticrisi), è stata disposta l'abolizione del libro soci nella s.r.l. Scopo principale delle nuove norme è quello di ridurre i costi amministrativi a carico delle imprese, con l'eliminazione della duplice iscrizione degli atti relativi alla partecipazione sociale nel libro soci e nel registro delle imprese. La semplificazione è pensata anche per avvicinare la s.r.l. alle società di persone.

Con la soppressione del libro soci il trasferimento delle partecipazioni sociali diviene efficace verso la società al momento del deposito dell'atto, mentre verso i terzi rimane l'efficacia al momento dell'iscrizione al registro delle imprese. L'abolizione del libro soci pone fine, dunque, al disallineamento tra le risultanze del libro soci e quelle del registro delle imprese, che si verificava frequentemente nella prassi societaria, ma apre la via al disallineamento tra deposito e iscrizione dell'atto di cessione al registro delle imprese e a nuove questioni interpretative. Tra queste è di rilievo il problema della permanenza del potere-dovere degli amministratori di verificare il rispetto delle limitazioni statutarie alla circolazione delle quote, in presenza di clausole di gradimento e prelazione.

La presente circolare illustra il nuovo regime di efficacia e pubblicità del trasferimento di quote di s.r.l. e la modifica delle norme che collegano adempimenti ed effetti nei confronti della società e dei terzi all'annotazione sul libro soci.

⁽¹¹⁵⁾ Si fa riferimento sia alla disciplina prevista dal Reg. C.E. sia dalla Direttiva *Transparency* commentata nella presente circolare.