

Azioni

La nuova disciplina dell'acquisto di azioni proprie per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio

di Massimo Zappalà

L'Autore ripercorre i tratti salienti della normativa riferita all'acquisto di azioni proprie nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, novellata dal D.Lgs. 29 novembre 2010, n. 224, sottolineandone alcune potenziali anomalie nonché la generale complessità, anche a valle della recente evoluzione della disciplina comunitaria.

Cenni sull'evoluzione della disciplina dell'acquisto di azioni proprie

Il quadro normativo riferibile all'acquisto di azioni proprie si manifesta di difficile comprensione per l'interprete. Come si avrà modo di precisare meglio in prosieguo, la recente produzione normativa materia, se, da un lato, ha contribuito ad un progressivo arricchimento della disciplina, dall'altro ha portato la stessa ad essere afflitta da grave frammentarietà e, sotto taluni aspetti, da vera e propria incoerenza.

La disciplina dell'acquisto di azioni proprie era già stata contemplata dal codice di commercio del 1882 (1). La regolamentazione ad essa riferita venne, in seguito, sostanzialmente replicata nella prima formulazione dell'art. 2357 c.c., salvo: (i) trasferire il divieto di acquisto di azioni proprie in capo alla società e non più in capo agli amministratori; (ii) introdurre il divieto di disporre delle azioni così acquistate; nonché (iii) procedere alla sospensione del diritto di voto per le medesime azioni (2).

Note:

(1) L'art. 144 cod. comm. così recitava: «Gli amministratori non possono acquistare le azioni della società per conto di essa, salvo il caso in cui l'acquisto sia autorizzato dall'assemblea generale e sempreché si faccia con somme prelevate dagli utili regolarmente accertati e le azioni siano liberate per intero». Per un commento sulla disciplina dell'acquisto di azioni proprie nel vigore del codice di commercio v. A. De Gregorio, *L'acquisto del-*

le azioni di una società anonima per conto della stessa società e l'art. 144 cod. di comm., in *Studi di diritto commerciale in onore di C. Vivante*, II, Roma, 1931, 375 ss.; C. Vivante, *Trattato di diritto commerciale*, II, Milano, 1923, 324 ss.; S. Scotti Camuzzi, *Acquisto di azioni proprie, utile e utile d'esercizio*, in *Riv. soc.*, 1970, 616 ss., spec. nt. 2.

(2) Il testo originario dell'art. 2357 c.c. stabiliva: «La società non può acquistare azioni proprie, se l'acquisto non è autorizzato dall'assemblea generale dei soci, non è fatto con somme prelevate da utili regolarmente accertati e le azioni non sono interamente liberate». Per una disamina delle problematiche sottese alla prima formulazione dell'art. 2357 c.c. v., tra gli altri, A. Brunetti, *Trattato del diritto delle società*, II, *Società per azioni*, Milano, 1948, 130 ss.; A. Dalmartello, *Conflitto di interessi nell'acquisto delle proprie azioni ex art. 2357 c.c.*, in *Riv. soc.*, 1959, 189 ss.; Id., *Ammissibilità sul cosiddetto "trading" di azioni proprie*, ivi, 1983, 649 ss.; C. Giannattasio, *Sanzioni per l'acquisto vietato delle proprie azioni da parte della società*, in *Giust. civ.*, 1969, I, 337 ss.; F. Messineo, *Spettanza dei dividendi sulla propria azione, acquistata dalla società*, ivi, 1966, 417 ss.; S. Scotti Camuzzi, *Acquisto delle proprie azioni e diritti degli azionisti*, ivi, 1973, 1 ss.; F. Chiomenti, *Può la società esercitare per le azioni proprie in portafoglio il diritto di opzione su un aumento di capitale?*, in *Riv. dir. comm.*, 1980, I, 407 ss.; F. Carbonetti, *Acquisto di azioni proprie e patrimonio sociale*, in *Riv. soc.*, 1982, 1120 ss.; G. Frè, *Società per azioni*, in A. Scialoja - G. Branca (a cura di), *Comm. cod. civ.*, Bologna - Roma, 1982, 258 ss.; F. Grande Stevens, *Questioni in tema di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, 1982, 529 ss.; F. Lizza, *L'acquisto di azioni proprie nell'economia dell'impresa*, 1983, 162 ss.; G. Addessi, *Acquisto di azioni proprie: per conto di chi?*, in *Riv. soc.*, 1984, 437 ss.; R. Alessi, *Il socio di se stesso: l'art. 2357 c.c.*, ivi, 1984, 467 ss.; F. Ferrara jr - F. Corsi, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1984, 417 ss.; C. Angelici, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in P. Rescigno (diretto da), *Trattato di diritto privato*, 16, 1985, 353 ss.; L. Solimena, *Sulla natura della riserva azioni proprie*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 67 ss.; G. Fanelli, *Le sanzioni per gli atti vietati dagli artt. 2357-2361 c.c.*, in *Saggi di Diritto commerciale*, 2001, 149; L. De Angelis, *Considerazioni sulla valutazione delle azioni* (segue)

Il testo originario del codice del 1942 venne successivamente riscritto in occasione del recepimento in Italia della seconda direttiva comunitaria in materia societaria (n. 77/91/CEE) (3), avvenuto con il D.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30 (4). I principali interventi operati in quest'occasione sulla medesima disciplina possono, in estrema sintesi, essere riepilogati come segue: (i) la norma del previgente art. 2357 c.c. è stata suddivisa in tre articoli (2357, 2357 bis e 2357 ter c.c.); (ii) è stato stabilito un limite quantitativo all'acquisto di azioni proprie, pari al decimo del capitale sociale (art. 2357, comma 4, c.c.); (iii) sono state introdotte delle sanzioni riferite alla violazione dei limiti di acquisto (art. 2357, comma 4, c.c.); (iv) sono stati disciplinati i casi speciali di acquisto di azioni proprie (art. 2357 bis c.c.); (v) è stata determinata la disciplina dei diritti patrimoniali inerenti le azioni proprie ed introdotta la regolamentazione relativa al computo delle medesime azioni (art. 2357 ter, comma 2, c.c.); ed infine è stata introdotta; (vi) la previsione dell'obbligatoria costituzione di una riserva indisponibile per fronteggiare il valore delle azioni proprie iscritto in bilancio (art. 2357 ter, comma 3, c.c.) (5).

Il testo così riscritto fu successivamente emendato (estendendo il summenzionato limite quantitativo anche alle azioni della controllante possedute da società controllate) in occasione dell'ulteriore modifica alla seconda direttiva operata dalla direttiva n. 92/101/CEE, recepita in Italia con il D.Lgs. 2 maggio 1994, n. 315, art. 1 (6).

La riforma del diritto societario non ha operato alcuna modificazione sostanziale rispetto al dato normativo previgente, lasciando inalterato il testo dell'art. 2357 c.c.; ciò nonostante la novella ha colto l'occasione per: (i) introdurre nella disciplina che ci occupa, tramite una modifica apportata all'art. 2357 ter, comma 1, c.c., la facoltà di poter operare il *trading* sulle proprie azioni (già, invero, ammessa da buona parte della dottrina) (7); (ii) riconoscere

Note:

(segue nota 2)

proprie nel bilancio d'esercizio e sulla correlativa riserva, in *Giur. comm.*, 2002, I, 48 ss.; id., *La valutazione delle partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie nel bilancio d'esercizio. Il criterio del costo*, Milano, 2007, 36 ss. e 273 ss.

(3) L'art. 2357 c.c. fu così riscritto: «La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuiti e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate. L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispet-

tivo minimo ed il corrispettivo massimo. In nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale. Le azioni acquistate in violazione dei commi precedenti debbono essere alienate secondo modalità da determinarsi dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto. In mancanza, deve procedersi senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale. Qualora l'assemblea non provveda, gli amministratori e i sindaci devono chiedere che la riduzione sia disposta dal tribunale secondo il procedimento previsto dall'art. 2446, secondo comma. Le disposizioni del presente articolo si applicano anche agli acquisti fatti per tramite di società fiduciaria o per interposta persona». Per un commento alle problematiche sottese al recepimento in Italia della seconda direttiva, nonché alla diverse scelte operate in fase di attuazione della medesima, v. AA.VV., *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, in L. Buttarò - A. Patroni Griffi (a cura di), Milano 1984; C. Angelici, *Inquadramento della direttiva negli ordinamenti dei paesi CEE*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, I, 540 ss.; G. Oppo, *Diritto delle società e attuazione della II direttiva CEE. Il decreto di attuazione in Italia. Rilievi sistematici*, ivi, 1986, I, 565 ss.

(4) Sulle modifiche apportate alla disciplina delle azioni proprie dal D.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30 v. G. Oppo, *op. cit.*, 565 ss.; A. Toffoletto, *Le azioni proprie e il bilancio d'esercizio*, in *Giur. comm.*, 1986, II, 495 ss.; F. Corsi, *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante)*, in A. Predieri (a cura di), *L'adeguamento della disciplina delle società per azioni alle direttive comunitarie nel d.p.r. 30/1986*, Firenze, 1987, 243 ss.; G. Ferri, *Le società*, in F. Vassalli (diretto da), *Tratt. dir. civ. it.*, Torino, 1987, 441 ss.; F. Carbonetti, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988; G. Partesotti, *Le operazioni sulle azioni*, in G.E. Colombo - G.B. Portale (diretto da), *Tratt. delle s.p.a.*, 2, I, Torino, 1991, 389 ss.; A.A. Dolmetta, *Sulle conseguenze civilistiche dell'acquisto di azioni proprie compiuto in violazione dei divieti di legge*, in *Riv. soc.*, 1996, 338 ss.; G. Sbisà, *Società per azioni*, in A. Scialoja - G. Branca (a cura di), *Comm. cod. civ.*, Bologna - Roma, 1997, 370 ss.; G.F. Campobasso, *Acquisto di proprie azioni*, in G.F. Campobasso (a cura di), *Armonie e disarmonie del diritto comunitario delle società di capitali*, I, Milano, 2003, 471 ss.; F. Galgano, *Il nuovo diritto societario*, in F. Galgano (diretto da), *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, XXIX, Padova, 2003, 137 ss.

(5) Sulla natura di tale riserva, nonché sui criteri di valutazione delle azioni proprie, v. L. De Angelis, *Considerazioni sulla valutazione delle azioni proprie nel bilancio d'esercizio e sulla correlativa riserva*, *loc. cit.*; e successivamente id., *La valutazione delle partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie nel bilancio d'esercizio*, cit., 273 ss., spec. 279 s., il quale precisa come dall'iscrizione delle azioni proprie in bilancio «ad un valore che non può essere di fantasia, ma che deve essere unicamente quello corrispondente al costo sostenuto per la loro acquisizione, analogamente a quanto è prescritto per l'iscrizione delle azioni emesse da altre società, salvo non sopravvengano necessità di svalutazione» discenda la necessaria iscrizione di una «speciale riserva indisponibile». Tale riserva, dimostra l'Autore, non potrà essere considerata una mera posta rettificativa dell'attivo, bensì una riserva in senso tecnico-giuridico «sottesa ad evitare che l'acquisto di azioni proprie venga finanziato con il capitale o con le riserve indisponibili, affinché non vi sia il rischio che un'eventuale perdita di valore delle stesse azioni intacchi le componenti del patrimonio sociale».

(6) L'art. 2357, comma 3, c.c., venne, in quest'occasione, così integrato: «In nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate».

(7) Già si esprimevano in senso favorevole al *trading*, tra gli altri: F. Carbonetti, *op. ult. cit.*, 129; F. Grande Stevens, *op. cit.*, 529; G. Partesotti, *op. cit.*, 431. In senso critico v. G. Cottino, *Diritto societario*, in O. Cagnasso (a cura di), Padova, 2011, 319 ss., il quale non ha esitato a definire la nuova disciplina «arcipermissiva».

la possibilità dell'esercizio del diritto di opzione riferito alla azioni di proprietà dell'emittente attraverso un emendamento all'art. 2357 *ter*, comma 2, c.c. (così ingenerando notevoli dubbi circa la compatibilità della normativa italiana con quella comunitaria, destinati a placarsi solo dopo l'espunzione di tale previsione, avvenuta in virtù del recente intervento operato dal D.Lgs. 29 novembre 2010, n. 224, di cui si dirà più diffusamente *infra*).

Invero, la riforma del 2003 ha finito per influenzare radicalmente la disciplina dell'acquisto di azioni proprie, ben oltre ciò che parrebbe lecito desumere dalle limitate revisioni al dato normativo di riferimento. Ciò è avvenuto, infatti, attraverso le modificazioni introdotte alle norme che con l'art. 2357 ss. c.c. interagiscono (8). Basti pensare, a mero titolo di esempio, alla fattispecie disciplinata dal riformato art. 2437 *quater*, comma 5, c.c., ai sensi del quale, qualora al recesso del socio non seguisse l'acquisto delle azioni possedute dal medesimo ai sensi dei quattro commi precedenti, le azioni di cui trattasi dovrebbero essere: «rimborsate mediante acquisto da parte della società utilizzando riserve disponibili anche in deroga a quanto previsto al terzo comma dell'art. 2357» (9).

Il legislatore, dopo avere modificato le norme relative alla disciplina dell'acquisto di azioni proprie per sole tre volte a partire dalla codificazione del 1942, tra l'agosto del 2008 ed l'aprile del 2009, in meno di un anno, ha ritenuto di intervenire sulla disciplina in esame in ben due occasioni.

Una prima volta tramite il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 142, art. 1, comma 3 (10), in recepimento della direttiva n. 2006/68/CE (11). Con tale direttiva il legislatore comunitario ha sostituito l'intero art. 19, par. 1, della seconda direttiva in materia societaria (12). Sebbene le citate modificazioni alla diret-

- F. Ghezzi - M. Notari (diretto da), *Commentario alla riforma della società*, Milano, 2008, 644 ss.; G. Auletta - N. Salanitro, *Diritto commerciale*, Milano, 2008, 186 ss.; G. Ferri, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2006, 285 ss.; M. Notari, *Disposizioni generali delle società per azioni. Conferimenti. Azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, Milano, 2008, 154 ss.

(9) Sebbene l'art. 2437 *quater*, comma 5, c.c. menzioni unicamente le «riserve disponibili», per i rimborsi in questione non pare lecito dubitare che potranno essere utilizzati anche gli utili distribuibili. In questo senso v. M. Stella Richter jr., *Novo e novissimo regime di acquisto delle azioni proprie*, in M. Stella Richter jr. - G. Ferri jr., (a cura di), *Profili attuali di diritto societario europeo*, Milano, 2010, 115, nt. 33, ove è precisato come basti «continuare a leggere l'art. 2437 *quater* c.c. e, in particolare, il suo sesto comma, che recita: «in assenza di utili o riserve disponibili ...», così recuperando, anche dallo specifico punto di vista che ci interessa, la (peraltro necessaria) equiparazione tra riserve disponibili e utili».

(10) Per la genesi del D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 142, «Attuazione della direttiva 2006/68/CE, che modifica la direttiva 77/91/CEE relativamente alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del capitale sociale», v. M.S. Spolidoro, *Attuazione della direttiva 2006/68/CE su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009, 65.

(11) Per la genesi della direttiva n. 2006/68/CE, «Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 77/91/CEE del Consiglio relativamente alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del loro capitale sociale», v. G. Vitali, *La nuova Seconda direttiva: conferimenti, assistenza finanziaria e tutela «standardizzata» dei creditori sociali*, in *Riv. soc.*, 2006, 1166.

(12) La direttiva n. 77/91/CE, art. 19, par. 1, recita ora: «Fatti salvi il principio della parità di trattamento di tutti gli azionisti che si trovano in condizioni identiche, e la direttiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato) [*], lo Stato membro può autorizzare una società ad acquisire azioni proprie, o direttamente o tramite una persona che agisca in nome proprio ma per conto di tale società. Nella misura in cui tali acquisizioni sono autorizzate, gli Stati membri le subordinano alle seguenti condizioni: a) l'autorizzazione è accordata dall'assemblea, che ne determina modalità e condizioni, in particolare il numero massimo di azioni da acquisire, il periodo per cui è accordata l'autorizzazione, la cui durata massima sarà determinata dalla legislazione nazionale ma che, in ogni caso, non può essere superiore a 5 anni e, in caso di acquisizione a titolo oneroso, il corrispettivo minimo e il corrispettivo massimo. I membri dell'organo di amministrazione o di direzione si assicurano che, per ogni acquisizione autorizzata, siano rispettate le condizioni di cui alle lettere b) e c); b) le acquisizioni, ivi comprese le azioni acquisite in precedenza dalla società e detenute nel suo portafoglio, nonché le azioni acquisite da una persona che agisca in nome proprio ma per conto della società non possono avere l'effetto di diminuire l'attivo netto al di sotto dell'importo di cui all'art. 15, paragrafo 1, lettera a) e b); c) l'operazione può riguardare soltanto azioni interamente liberate. Gli Stati membri possono inoltre subordinare le acquisizioni di cui al primo comma ad una delle seguenti condizioni: i) il valore nominale o, in mancanza di valore nominale, il valore contabile delle azioni acquisite in precedenza dalla società e detenute nel suo portafoglio, nonché le azioni acquisite da una persona che agisce in nome proprio, ma per conto della società, non superi un limite determinato dagli Stati membri. Tale limite non può essere inferiore al 10% del capitale sottoscritto; ii) la facoltà della società di acquisire azioni proprie ai sensi del primo comma, il numero massimo di azioni da acquisire, il periodo per il quale la facoltà è accordata nonché l'importo del corrispettivo minimo o massimo risultino dalla statuto o dall'atto costitutivo della società; iii) la società soddisfi requisiti adeguati in materia di obblighi
(segue)

Note:

(8) Per i primi commenti alla disciplina novellata v., tra gli altri: V. Donativi, *Commento agli artt. 2357-2357-quater*, in M. Sandulli e V. Santoro (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, 187 ss.; C. Proto, *Commento agli artt. 2357-2357-quater*, in G. Lo Cascio (a cura di), AA.VV., *La riforma del diritto societario*, 4, Milano, 2003, 165 ss.; D.U. Santosuosso, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 99 ss.; M. Bione, *Commento agli artt. 2357-2357-quater*, in G. Niccolini - A. Stagno d'Alcontres (a cura di), *Società di capitali*, Napoli, 2004, 350 ss.; S.A. Cerrato, *Le azioni proprie tra diritto interno riformato e prospettive comunitarie*, in *Riv. soc.*, 2004, 368 ss.; M.F. Baroni, *Commento agli artt. 2357-2357-quater*, in A. Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, 383 ss.; S. Pescatore, in V. Buonocore (a cura di), *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2005, 259 ss.; G.F. Campobasso, *Diritto commerciale*, 2, *Diritto delle società*, Torino, 2006, 249 ss.; F. Ferrara jr - F. Corsi, *op. cit.*, 2006, 467 ss.; L. Ardizzone, *Le azioni proprie*, in P. Marchetti - L.A. Bianchi

tiva n. 77/91/CE non implicassero interventi obbligatori sulla disciplina italiana in materia di azioni proprie, il legislatore delegato ha ritenuto di modificare l'art. 2357, comma 3, c.c. circoscrivendone l'ambito di operatività e limitando l'applicabilità del medesimo alle sole «società che fanno ricorso al mercato di capitale di rischio» (13). Il legislatore delegato ha invece conservato per tutte le società, così appalesando una volontà *self-restraint* rispetto alla diversa opzione offerta dalla normativa comunitaria (14), l'originario limite temporale di validità dell'autorizzazione assembleare necessaria all'acquisto di azioni proprie, che dunque, allo stato, non potrà superare i diciotto mesi neppure nelle società «chiuse» (per le quali la legge delega avrebbe, invece, consentito l'ampliamento del termine sino a cinque anni).

La citata modifica dell'intero art. 19, par. 1, della seconda direttiva e la conseguente scomparsa del precetto inderogabile che imponeva un limite quantitativo all'acquisto di azioni proprie ha consentito, inoltre, di ritenere legittimo l'acquisto di tali azioni - nelle ipotesi disciplinate dall'art. 2437 *quater*, comma 5, c.c. - anche oltre il limite della decima (ora quinta) parte del capitale sociale senza obbligo di successiva alienazione (15).

Più tardi, a meno di un anno di distanza, a seguito dell'entrata in vigore della seconda direttiva, il legislatore italiano è intervenuto sull'argomento una seconda volta con il D.L. 10 febbraio 2009, n. 5, art. 7, comma 3 *sexies*, lett. a) (16), innalzando il limite di cui al citato art. 2357, comma 3, c.c. dalla decima alla quinta parte del capitale sociale (17) e provvedendo, conseguentemente, ad armonizzare le previsioni degli artt. 2357 *bis*, comma 2, e 2445, comma 2, c.c.

Il D.Lgs. 29 novembre 2010, n. 224

Da ultimo è necessario dare conto dei recenti interventi operati dal D.Lgs. 29 novembre 2010, n. 224 (18), mediante i quali il legislatore, stimolato dalle prime riflessioni della dottrina riferite all'applicazione del D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 142, ha tentato di: (i) risolvere un evidente contrasto evidenziato da più parti tra la seconda direttiva (in particolare ove sancisce l'esplicito divieto per la società di sottoscrivere azioni proprie) (19) e il secondo periodo dell'art. 2357 *ter*, comma 2, c.c. (20); e (ii) armonizzare le modifiche introdotte con il D.L. 10 febbraio 2009, n. 5, con la vigente disciplina dell'acquisto di azioni o quote della controllante da parte di società controllate.

Quanto alla prima modifica deve preliminarmente evidenziarsi come il mutato assetto della legislazione comunitaria non abbia mai ritenuto di modifica-

Note:

(segue nota 12)

di comunicazione e di notifica; iv) talune società, come stabilito dagli Stati membri, possano essere tenute ad annullare le azioni acquisite, a condizione che un importo equivalente al valore nominale delle azioni annullate sia iscritto in una riserva che non può essere distribuita agli azionisti eccetto in caso di riduzione del capitale sottoscritto. Tale riserva può essere utilizzata solo per aumentare il capitale sottoscritto mediante capitalizzazione delle riserve; v) l'acquisizione non pregiudichi la soddisfazione dei diritti dei creditori».

(13) Tale intervento del legislatore delegato è avvenuto in ottemperanza al disposto della L. 25 febbraio 2008, n. 34, art. 23, lett. b), «Disposizioni per l'adempimento di obblighi derivanti dall'appartenenza dell'Italia alle Comunità europee Legge comunitaria 2007», che espressamente consentiva al medesimo di «non avvalersi, con riguardo alle sole società che non fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio, della facoltà prevista dall'art. 19, paragrafo 1, numeri da (i) a (v), della direttiva 77/91/CEE come modificato dalla direttiva 2006/68/CE», ovvero di quella facoltà che permetteva agli Stati membri di subordinare l'acquisto di azioni proprie ad un limite non inferiore alla decima parte del capitale sottoscritto.

(14) Così N. Abriani, *Il capitale sociale dopo la "nuova" Seconda Direttiva e il d.lgs. 4 agosto 2008, n.142: sulla c.d. "semplificazione" della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in *Riv. dir. impr.*, 2009, II, 247.

(15) In questo senso N. Abriani, *op. cit.*, 249; e M. Stella Richter jr., *op. cit.*, 115, il quale, inoltre, nel criticare ritenendo privo di fondamento l'argomento letterale della diversa tesi che sosteneva che l'art. 2437 *quater*, comma 5, c.c. non recasse alcuna deroga all'art. 2357, comma 4, c.c., ma solo al suo terzo comma, precisa: «Se l'art. 2437 *quater*, comma 5, c.c. espressamente esonera gli acquisti, di cui ora ci si occupa, dalla applicazione del terzo comma dell'art. 2357, ciò significa che *mai* si potrà dare, con riferimento agli stessi, una *violazione* del precetto recato da quel comma e, quindi, mai scatterà il presupposto da cui discende l'obbligo di alienazione o annullamento (di cui al comma successivo). Tutto ciò per quanto riguarda la infondatezza dell'argomento letterale».

(16) Il D.L. 10 febbraio 2009, n. 5, «Misure urgenti a sostegno dei settori industriali in crisi, nonché disposizioni in materia di produzione lattiera e rateizzazione del debito nel settore lattiero caseario», è stato convertito, con modificazioni, dalla L. 9 aprile 2009, n. 33.

(17) Nonostante la norma nulla preveda specificatamente, pare lecito potersi fare riferimento al capitale sottoscritto: cfr. G. Partesotti, *op. cit.*, 405. Il testo dell'art. 2357, comma 3, c.c. attualmente in vigore risulta, quindi, essere il seguente: «Il valore nominale del primo e secondo comma delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate».

(18) Approvato dal Consiglio dei Ministri il 26 novembre 2010 e pubblicato in G.U. del 24 dicembre 2010, n. 300.

(19) L'art. 18, par. 1, della direttiva n. 77/91/CEE non è stato modificato dalla successiva direttiva n. 2006/68/CEE e prevede ancora: «La società non può sottoscrivere azioni proprie».

(20) «... l'assemblea può tuttavia, alle condizioni previste dal primo e secondo comma dell'art. 2357, autorizzare l'esercizio totale o parziale del diritto di opzione ...».

re l'art. 18, par. 1, della seconda direttiva, lasciando così immutato il divieto per la società di «sottoscrivere proprie azioni». Tale perdurante divieto mal si conciliava con il previgente testo dell'art. 2357 *ter*, comma 2, c.c., ove si prevedeva la possibilità per l'assemblea di autorizzare l'esercizio totale o parziale del diritto di opzione per le azioni proprie (21). Coerentemente con la direttiva, quindi, il testo novellato del secondo comma dell'art. 2357 *ter* c.c. dispone unicamente che, finché le azioni restano di proprietà della società, «il diritto agli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni».

Il recente intervento del legislatore italiano al nuovo secondo comma dell'art. 2357 *ter* c.c. detta anche una disciplina più coerente del computo delle azioni proprie ai fini del computo dei quorum costitutivo e deliberativo (ferma - in ogni caso - la sospensione del diritto di voto per tali azioni) distinguendo tra società «chiuse» e società «aperte». Nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, le azioni proprie sono computate ai fini del calcolo tanto del quorum costitutivo quanto di quello deliberativo (22); di contro, per le società «aperte», viene operato un espresso rinvio all'art. 2368, comma 3, c.c. (23).

Il D.Lgs. 29 novembre 2010, n. 224, inoltre, è intervenuto anche sull'art. 2359 *bis*, comma 3, c.c., così coordinando la citata previsione con quella dell'art. 2357, comma 3, c.c., come modificato dalla L. 9 aprile 2009, n. 33, ed introducendo (trattandosi di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio) il nuovo limite della quinta parte del capitale sociale (in luogo del precedente, fermo alla decima parte) riferito agli acquisti di azioni delle società controllanti operati dalle società controllate e ponendo così rimedio alla paradossale conclusione alla quale doveva giungersi prima della modifica de qua che, alla luce del tenore letterale del previgente art. 2359 *bis*, comma 3, c.c., imponeva di ritenere che le società che non facessero ricorso al mercato del capitale di rischio potessero acquistare direttamente azioni proprie in misura superiore alla decima parte del capitale sociale, mentre tale limite risultava ancora operante per gli acquisti effettuati da società controllate (24). Da quanto precede emerge, quindi, che, con riferimento alle società chiuse, sopravvivrà esclusivamente il limite stabilito dall'art. 2359 *bis*, comma 1, c.c. - valido per tutte le società per azioni - in base al quale la società controllata può acquistare azioni o quote della controllante solo «nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dal-

l'ultimo bilancio regolarmente approvato», purché si tratti di azioni interamente liberate (25), senza alcun'altra soglia commisurata all'entità del capitale.

La ratio della disciplina ...

La limitata facoltà di acquisto di azioni proprie che caratterizza la disciplina italiana in materia poggia su motivazioni eterogenee che, in diversi momenti, hanno influenzato le legislazioni di diversi Paesi (26). Le rigorose condizioni, nonché le particolari cautele cui è soggetto l'acquisto di azioni proprie, derivano da una maturata consapevolezza del legislatore riferita all'intrinseca pericolosità dell'operazione in parola (27).

È opinione consolidata, infatti, che la severa disciplina *de qua* miri ad evitare (tentando in questo modo di salvaguardare l'integrità del capitale sociale) che: (i) si possa addivenire ad una restituzione surrettizia del capitale ai soci; oppure (ii) si eluda

Note:

(21) In questo senso v. V. Donativi, *op. cit.*, 200; G.B. Portale, *Riforma delle società di capitali e limiti di effettività del diritto nazionale*, in questa *Rivista*, 2003, 264; M. Bione, *op. cit.*, 377; S.A. Cerrato, *op. cit.*, 413 ss.; M. F. Baroni, *op. cit.*, 401 ss.; M. Sarale, *Il nuovo volto dell'assemblea sociale*, in S. Ambrosini (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, I. Torino, 2005, 164 ss.; G.F. Campobasso, *op. ult. cit.*, 254, nt. 116; F. Ferrara jr. - F. Corsi, *op. ult. cit.*, 467 ss.; M. Stella Richter jr., *op. cit.*, 120.

(22) Tale scelta operata dal legislatore è chiaramente volta a tutelare l'assetto organizzativo «storico», ovvero per evitare - citando la relazione al decreto - che «l'acquisto di azioni proprie (effettuato con risorse comuni) diventi strumentale alla modifica del peso organizzativo delle partecipazioni all'interno dell'assemblea (a ingiustificato vantaggio di alcuni e a danno di altri)».

(23) Il rinvio operato dalla disposizione in esame, ad avviso di chi scrive, si appalesa coerente in ragione del fatto che tutte le norme che stabiliscono i *quorum* deliberativi nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio si riferiscono unicamente al capitale rappresentato in assemblea, e conseguentemente le azioni proprie, non essendo quivi rappresentate (stante la sospensione del diritto di voto), risultano irrilevanti per l'adozione delle delibere.

(24) Sul punto v. N. Abriani, *op. cit.*, 247.

(25) Si segnalano sul punto alcuni più recenti contributi sulla disciplina dell'acquisto di azioni proprie: G. Marasà, *Considerazioni introduttive sul d. legis. n. 142/2008 di attuazione delle modifiche alla seconda direttiva comunitaria in materia di s.p.a.*, in *Nuova giur. civ.*, 2009, II, 569; G. Margiotta - S. Puglisi, *Riflessioni in tema di azioni proprie*, in *Riv. not.*, 2009, 789; N. Abriani, *op. cit.*, 245 ss.; P. Carrière, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in questa *Rivista*, 2010, 7; I. Demuro, *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di proprie azioni*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 229; M. Stella Richter jr., *op. cit.*, 93.

(26) Per un'analisi della genesi delle diverse motivazioni presenti nei diversi ordinamenti v. B. Pozzo, *L'acquisto delle azioni proprie. La storia di un problema in un'analisi di diritto comparato*, Milano, 2003, 14.

(27) Di questo avviso anche M. Bione, *op. cit.*, 350.

l'obbligo di conferimento vigente in capo ai medesimi (28). Devono essere evidenziate, inoltre, anche non meno pregnanti motivazioni di carattere gestionale volte a tutelare il corretto funzionamento della società: basti pensare al rischio che le azioni acquistate dalla società medesima mettano in condizione gli amministratori (29) od i soggetti esercenti il controllo (30) di rafforzare la propria influenza sulla *governance* societaria.

Ciò premesso, l'acquisto di azioni proprie da parte di una società è operazione pur sempre permessa dal nostro ordinamento. Tale facoltà deriva anche dal riconoscimento da parte del legislatore italiano della meritevolezza di alcune finalità sottese alla stessa.

Per avere una panoramica delle diverse finalità che possono essere raggiunte tramite l'utilizzo di questo istituto basti pensare: (i) all'opportunità di poter influire sulla normalizzazione e sul sostegno dei corsi delle azioni, nonché di poter evitare scalate ostili (31); (ii) alla possibilità di vedere assegnati maggiori utili agli altri azionisti, in considerazione della devoluzione, in capo a questi, del diritto alla percezione anche dei dividendi teoricamente spettanti alle azioni acquistate dalla società; (iii) alla facoltà di effettuare attività di *trading* sulle azioni proprie; (iv) al rafforzamento della posizione degli azionisti di controllo i quali, a valle dell'acquisto di azioni da parte della società, beneficerebbero di *quorum* assembleari rafforzati senza effettuare ulteriori esborsi finanziari per consolidare la propria posizione; (v) alla riduzione del capitale sociale mediante l'annullamento delle azioni proprie, nonché alla possibilità di permettere un rapido *exit* al socio recedente tramite una pronta liquidazione della sua quota, (vi) all'attribuzione delle azioni proprie ai soci di società eventualmente incorporate (32), (vii) alla possibilità di permettere l'ingresso di nuovi soci nella compagine sociale senza ricorrere ad un aumento di capitale ed evitando, quindi, il riconoscimento del diritto d'opzione a coloro che già erano azionisti della società (33).

Le predette diverse finalità (caratterizzate dall'eterogeneità delle motivazioni sottostanti) non hanno impedito al legislatore italiano di normare la disciplina de qua unitariamente (34). Nonostante ciò, corre l'obbligo di sottolineare come al medesimo non sia del tutto indifferente la motivazione sottesa agli acquisti in parola che, infatti, dovrà risultare esplicita nella relazione degli amministratori sulla gestione (35).

Invero, la concreta *ratio* della disciplina dovrà essere individuata avuto preciso riguardo al ricorso, o

meno, della società al mercato del capitale di rischio. Le recenti innovazioni introdotte dal D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 142, infatti, nell'eliminare il limite quantitativo all'acquisto delle azioni proprie per le sole società «chiuse», contribuiscono ad ulteriormente distinguere le finalità della disciplina nelle diverse categorie di società per azioni (36).

Note:

(28) V., tra gli altri, M. Bione, *op. loc. cit.*, 350; in senso dubitativo si segnala F. Carbonetti, *op. ult. cit.*, 34 ss., il quale ritiene che il problema non sia da ricercare nel possibile «annacquamento» del capitale sociale derivante dalla restituzione dei conferimenti ai soci, quanto piuttosto nell'idoneità delle azioni così acquistate a costituire copertura del capitale.

(29) Sul punto, la relazione al codice civile del 1942 è chiara nello stabilire come l'acquisto di azioni proprie da parte della società non debba permettere agli amministratori di «crearsi una comoda maggioranza a spese del patrimonio sociale». In argomento v. anche Cass. 20 dicembre 1995, n. 13019, in questa *Rivista*, 1996, 519; Cass. 13 marzo 2003, n. 3722, *ivi*, 829, con nota di V. Salafia, *Limiti all'acquisto di azioni emesse dalla controllante da parte della controllata indiretta*.

(30) Ed è precisamente per questa ragione che la gran parte degli ordinamenti giuridici ha stabilito la sospensione del diritto di voto per le azioni proprie possedute dalla società. Sul potenziale rafforzamento dei gruppi di controllo attraverso mezzi finanziari della società v. M. Bione, *op. loc. ult. cit.*

(31) Sul punto v. F. Carbonetti, *Acquisto di azioni proprie e insider trading*, in *Riv. soc.*, 1989, 1009 ss.; G. Partesotti, *op. cit.*, 386; F. Grande Stevens, *Questioni in tema di insider trading e di compravendita di azioni proprie*, *ivi*, 1991, 1006 ss.; S. Torrighiani, *Commento all'art. 2357 c.c.*, in G. Fauceglia - G. Schiano di Pepe (diretto da), *Cod. comm. delle s.p.a.*, Milano, 2006, 263; per alcuni commenti in argomento, a valle dell'attuazione delle direttive n. 2003/6/CEE in materia di *market abuse*, v. S.A. Cerato, *op. cit.*, 310.

(32) Sul punto v., in particolare, G.B. Portale, *Capitale sociale e attribuzione di azioni nella fusione per incorporazione*, in *Giur. comm.*, 1984, 1031 ss.

(33) Per un'approfondita disamina delle diverse finalità perseguibili tramite l'acquisto di azioni proprie v. F. Carbonetti, *L'acquisto di azioni proprie*, *cit.*, 11 ss.; G. Partesotti, *op. cit.*, 386 ss.; M. Bione, *op. cit.*, 351; S. Torrighiani, *op. cit.*, 263 ss.

(34) A differenza degli ordinamenti francese e tedesco, ove la legittimità dell'operazione è condizionata ai particolari obiettivi perseguiti: v. sul punto F. Carbonetti, *op. ult. cit.*, 154 ss. e M. Bione, *op. cit.*, 351.

(35) Nella quale gli amministratori dovranno dare atto non solo del numero e del valore nominale delle azioni proprie acquistate od alienate nel corso dell'esercizio ma anche «dei motivi degli acquisti e delle alienazioni» (art. 2428, comma 2, n. 4, c.c.). In dottrina si è precisato sul punto che il legislatore, con il termine «motivi», non è interessato a conoscere il semplice titolo dell'acquisto, bensì le precipue finalità dell'operazione, così da permettere agli azionisti un giudizio sulla coerenza della citata operazione rispetto all'interesse sociale ed alle scelte di gestione: così G.E. Colombo, *Il bilancio d'esercizio*, in G.E. Colombo - G.B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 7, I, 1994, 158 ss.

(36) In tempi non sospetti, un'attenta analisi del diverso significato dell'acquisto di azioni proprie nelle società «aperte» e nelle società «chiuse» era stata compiuta da P. Ferro Luzzi, *L'antropofagia societaria; riflessioni sulla natura e sulle vicende delle azioni proprie in portafoglio*, in *Riv. soc.*, 2001, 1288.

A ben vedere, da un lato, il limite quantitativo ancora vigente per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio pare potersi giustificare con la necessità di evitare che gli amministratori possano manipolare il mercato intervenendo sul prezzo delle azioni o, nel contempo, con l'opportunità di limitare la contendibilità delle azioni medesime che, in virtù del loro collocamento in un mercato regolamentato, debbono rimanere disponibili per il pubblico degli investitori (37); dall'altro, nelle società «chiuse», ove il suddetto limite è stato eliminato, potrebbe ravvedersi altrettanto meritevole *ratio*: (i) nella volontà di agevolare il disinvestimento della partecipazione (38); (ii) nel facilitare le operazioni di liquidazione dei soci in caso di recesso, riscatto delle azioni e riduzione del capitale (39); o, (iii) previa valutazione di convenienza, nel proporre ai soci una valida alternativa alla distribuzione di dividendi (40).

(Segue): ... ed alcune distonie

La disamina della *ratio* sottesa all'operazione in esame contribuisce ad evidenziare alcuni tratti non coerenti all'interno della disciplina che ci occupa. Ad attenta dottrina non è, infatti, sfuggita l'evidente distonia che, avuto riguardo all'intervenuta eliminazione del limite di acquisto di azioni proprie per le società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (riferita, al momento dell'emendamento in parola, alla decima parte del capitale sociale), vede ancora pienamente vigente il divieto di acquisto di quote proprie per le società a responsabilità limitata (41). Non brilla per coerenza sistematica, quindi, la scelta del legislatore di permettere alle sole società per azioni «chiuse» di acquistare azioni proprie senza alcun limite di ordine quantitativo (42).

Il legislatore non ha, inoltre, ritenuto di introdurre speciali correttivi per le ipotesi di acquisto «estremo» di azioni proprie da parte di una società per azioni «chiusa» (ma dotata di adeguate componenti patrimoniali all'uopo disponibili). L'eliminazione del limite della decima parte del capitale sociale, infatti, ha aperto, in via teorica, la possibilità di vedere la società acquistare la totalità delle proprie azioni, divenendo così unica azionista di se stessa (43). La realizzabilità di tale fattispecie (per

interpretativi nelle s.p.a., in G. Lo Cascio (a cura di), *Il nuovo diritto societario*, Milano, 2010, 203.

(40) In argomento pare opportuno riportare per esteso alcune riflessioni di N. Abriani, *op. cit.*, 250 s., il quale non manca di osservare come «l'attuale disciplina, nell'avvicinare l'acquisto di azioni proprie alla distribuzione dei dividendi, con un'evidente assonanza rispetto all'analogo trattamento riservato al *buy-back* e al *pay-out* nelle già evocate legislazioni nordamericane, renda ineludibile il problema dell'introduzione di correttivi corrispondenti a quelli contemplati da quegli ordinamenti, primo tra tutti il dovere degli amministratori di vigilare sulla solvibilità della società, con conseguente divieto di procedere all'acquisto di azioni proprie qualora l'impiego delle relative plusvalenze metta a repentaglio la capacità della società di far fronte regolarmente alle proprie obbligazioni. Se tale verifica può già ricondursi ai generali doveri che gravano sugli amministratori ex art. 2392 c.c., meriterebbe altresì di essere valutata, in una prospettiva *de jure condendo*, la previsione di un corrispondente potere ad esercizio doveroso di "filtro" dell'organo amministrativo rispetto alla distribuzione dei dividendi, potenzialmente più dannosa per il patrimonio sociale, e ciò nondimeno rimessa - in tutti i sistemi di amministrazione e controllo, incluso il modello dualistico - ad una deliberazione *self-executing* dell'assemblea ordinaria (art. 2433 c.c.). Più in generale, si potrebbe immaginare un rafforzamento dei presidi a tutela dei soci e dei creditori, consentendo di esercitare opposizioni in caso di distribuzione di riserve (abbia essa luogo a titolo di corrispettivo per l'acquisto di azioni proprie o di dividendo) o di rimborso di finanziamenti effettuati dai soci nelle situazioni critiche indicate, con riferimento alla società a responsabilità limitata, dall'art. 2467 c.c. (e per i finanziamenti infragruppo v. l'art. 2497 *quinquies* c.c.); sul punto v. altresì M.S. Spolidoro, *op. cit.*, 74.

(41) Sul punto v. M. Stella Richter jr., *op. loc. ultt. citt.*, il quale, sottolineando preliminarmente l'opposto regime delle disciplina tedesca (§ 33 GmbHG - Gesetz) lamenta la mancata gradazione in Italia della disciplina dell'acquisto di azioni proprie avuto riguardo alla diversa apertura al mercato delle differenti categorie di società di capitali. Il medesimo Autore precisa, inoltre, come l'operazione di acquisto delle proprie partecipazioni possa «assumere due significati radicalmente diversi: quello di rimborso ai soci dell'investimento nel capitale di rischio della società - e quindi di tecnica di disinvestimento - e quello di investimento di una parte del patrimonio sociale» ed evidenzia, al contempo, la necessità di operare una scelta «univoca», precisando che «se si valorizza la prima funzione (come pure sembrerebbe avere voluto il più recente legislatore nazionale), non vi è ragione di vietare l'operazione nella società a responsabilità limitata, dove maggiormente avvertita appare l'esigenza di approntare metodi di disinvestimento alternativi al mercato delle quote; se invece si dovesse riconoscere utilità alla seconda funzione, non sarebbe ragionevole limitarne il ricorso proprio nelle società i cui titoli rappresentano al massimo grado - proprio in quanto quotati su di un mercato regolamentato - l'oggetto standardizzato di un investimento mobiliare (come tale tendenzialmente insensibile alle caratteristiche personali dell'investitore che attualmente lo detiene, e che, quindi, può essere anche il suo stesso emittente)».

(42) In questo senso v. anche N. Abriani, *op. loc. ultt. citt.*, il quale non manca di sottolineare l'esistenza di «delicati dubbi di ordine sistematico, ove si consideri che le società per azioni "chiuse" vengono ora a collocarsi in posizione intermedia all'interno di un singolarissimo "rombo" normativo (ovvero, se riferito ai limiti di legge, una non meno singolare «clessidra normativa») al cui vertice superiore si collocano i perduranti limiti posti per le società per azioni "aperte", mentre al vertice inferiore permane il divieto di acquisto delle proprie quote che la disciplina della società a responsabilità limitata continua a postulare in termini assoluti (a differenza di altri ordinamenti europei, come quello tedesco)».

(43) Ritiene l'ipotesi «quantomeno inquietante» M.S. Spolidoro, *op. loc. ultt. citt.*; *contra*, M. Stella Richter jr., *op. cit.*, 113, nt. 28, il quale, di contro, ritiene come «la ipotesi sia, allo stato del

Note:

(37) In questo senso v. M. Stella Richter jr., *op. cit.*, 109.

(38) Così pure M. Stella Richter jr., *op. cit.*, 110; N. Abriani, *op. cit.*, 248.

(39) Di questa opinione A. Colavolpe, *Azioni o altri strumenti in-*

(segue)

quanto poco probabile) potrebbe incontrare, invero, limiti di natura economica e giuridica.

In argomento pare, infatti, opportuno evidenziare, *in primis*, il dettato dell'art. 2357, comma 1, c.c. il quale dispone che gli acquisti di azioni proprie devono essere effettuati «nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili». Tale precetto, considerato che la valutazione delle azioni formanti l'intera partecipazione sociale dovrà necessariamente recepire ulteriori valori patrimoniali rispetto a quelli delle riserve disponibili e degli utili distribuibili (su tutti il capitale sociale e le riserve non distribuibili), implica che le citate poste di cui all'art. 2357, comma 1, c.c. non potranno mai essere sufficienti a perfezionare l'acquisto integrale delle azioni della società e, conseguentemente, l'azione marginale (cioè l'ultima) non potrà mai venire acquistata dalla società ad un valore equivalente all'effettiva consistenza patrimoniale della società medesima. Il socio titolare di tale azione marginale non avrà, quindi, mai convenienza a cedere la medesima alla propria società emittente (44).

Un ulteriore limite all'acquisto della totalità delle proprie azioni deve ravvisarsi nel disposto della prima parte dell'art. 2357 *ter*, comma 2, c.c. il quale, anche dopo i recenti interventi del legislatore, continua a disporre la sospensione del diritto di voto incorporato nelle azioni proprie acquistate dalla società. Il perdere nel tempo di tale divieto all'esercizio del diritto di voto in assemblea potrebbe, infatti, configurare una causa di scioglimento della società per impossibilità di funzionamento o continuata inattività dell'assemblea *ex art.* 2484, n. 3, c.c. rendendo, per l'effetto, lo *status* di società unica azionista di se stessa una condizione viepiù transitoria (45).

Tale condizione di transitorietà potrebbe (in una fattispecie "limite") protrarsi addirittura per tre esercizi qualora si volesse prendere in considerazione il caso di una società per azioni «chiusa» che abbia adottato il sistema dualistico: in questa particolare ipotesi, infatti, la società potrà evitare lo scioglimento per tutta la durata dell'incarico conferito al consiglio di sorveglianza (46) il quale, come noto, è legittimato a procedere all'approvazione del bilancio (oltre che alla nomina del consiglio di gestione).

Quanto appena riferito, sebbene concernente una fattispecie decisamente "eccezionale", non può non far riflettere sulle conseguenze potenzialmente distorsive che l'oblazione del predetto limite all'acquisto di azioni proprie potrebbe avere sulla disciplina in esame. Ad ulteriore conferma di quanto si è sostenuto valga porre l'attenzione sulla facoltà concessa agli amministratori di una società per azio-

ni che non faccia ricorso al mercato del capitale di rischio di decidere di cedere una parte delle azioni acquistate dalla società (47) al fine di: (i) scongiurare il configurarsi della citata ipotesi di scioglimento *ex art.* 2484, n.3, c.c.; (ii) assicurare la continuazione dell'attività dell'assemblea e, per l'effetto, della società medesima (48).

Da ultimo, pare lecito chiedersi chi beneficerebbe, nell'ipotesi di scioglimento della società unica socia di se stessa, dell'eventuale patrimonio residuo di liquidazione. La dottrina più attenta è approdata a due

Note:

(segue nota 43)

diritto vigente, facilmente immaginabile, per nulla inconcepibile e, tutto sommato, ben poco "inquietante"» definendo tuttavia la stessa «poco pratica e quindi, probabilmente, assai infrequente e concretamente non rilevante».

(44) L'equazione in parola è stata sostenuta, in tempi non sospetti, da C. Vivante, *op. cit.*, 324 ss., il quale aveva precisato come «queste operazioni di acquisto trovano rapidamente un limite in queste considerazioni finanziarie e giuridiche: a) col successivo acquisto delle azioni il loro valore aumenta di necessità fino ad un limite proibitivo, perché gli azionisti rimasti in possesso del titolo ne esigeranno un prezzo equivalente al valore totale dell'azienda sociale, come se fosse divisibile tra loro solamente; b) essendo il valore effettivo delle azioni eguale al valore complessivo del capitale, della riserva, e degli utili da distribuirsi, questi non potranno mai formare una somma sufficiente per acquistarle completamente. Se ciò fosse possibile, la società si trasformerebbe in un corpo morale per mancanza di soci». Più di recente v. anche M. Stella Richter jr., *op. cit.*, 112.

(45) Sulla transitorietà dello *status* di società unico socio di se stessa v. M. Stella Richter jr., *op. loc. ultt. citt.*; N. Abriani, *op. cit.*, 249, il quale, inoltre, precisa come la particolare condizione di società unica socia di se stessa riproponga «in termini nuovi e più delicati la questione relativa all'applicabilità della disciplina dell'unico azionista al socio al quale "appartengano" tutte le azioni diverse da quelle riacquistate dalla stessa emittente. La sterilizzazione dei diritti prevista per le azioni che la società detenga in portafoglio sembra in effetti giustificare l'interrogativo se in tale ipotesi non si debba procedere all'integrale liberazione dei conferimenti e agli adempimenti pubblicitari di cui all'art. 2462 c.c., pena altrimenti la responsabilità solidale e illimitata per le obbligazioni sociali sorte nel periodo di appartenenza totalitaria di tutte le azioni legittimate all'esercizio dei diritti sociali (e, segnatamente, dei diritti di natura amministrativa)».

(46) Purché, sia ben chiaro, la società non sia chiamata a: (i) deliberare sulla destinazione degli utili; o (ii) rinnovare la composizione del consiglio di sorveglianza.

(47) Qualora, s'intende, previamente autorizzati dall'assemblea in forza del disposto dell'art. 2357 *ter*, comma 1, c.c., il quale espressamente prevede la possibilità per i soci di autorizzare gli amministratori ad effettuare «operazioni successive di acquisto od alienazione».

(48) In questo senso anche M. Stella Richter jr., *op. cit.*, 113; e N. Abriani, *op. cit.*, 250, il quale, sull'argomento, ipotizza come «gli amministratori potrebbero agevolmente prevenire la causa di scioglimento rivendendo una parte, anche irrisoria, delle azioni prima dell'assise assembleare, per poi magari riacquistarle immediatamente dopo, così restaurando questo singolarissimo *trust* manageriale, caratterizzato tra l'altro dalla assoluta irrevocabilità dei componenti dell'organo gestorio».

diverse soluzioni: una prima tesi, sulla scorta dell'assimilabilità della società unica socia di se stessa ad un «patrimonio personificato di natura latamente fondazionale» (49), comporterebbe l'applicazione analogica della normativa dettata in tema di devoluzione dei beni delle fondazioni sciolte (50). Una seconda, e, ad avviso di chi scrive, preferibile, tesi riterrebbe lecita l'applicazione (pur sempre analogica) del principio di cui all'art. 586 c.c., il quale prevede come, in mancanza di altri soggetti suscettibili di diventare eredi, l'eredità sia devoluta allo Stato (51). Qualora si configuri una causa di scioglimento della società, infatti, la totale assenza di soci (ad eccezione della società medesima, socia di se stessa) pare analogicamente riconducibile alla diversa fattispecie di una società nella quale tutte le categorie di soggetti successibili ai soci (52) siano assenti (con l'ovvia eccezione dello Stato) (53).

Considerazioni finali

Ad avviso di chi scrive, la vigente normativa riferita all'acquisto di azioni proprie, anche a valle degli ultimi interventi modificativi della disciplina operati dal D.Lgs. 29 novembre 2010, n. 224, non pare brillare per chiarezza e coerenza.

Se infatti, da un lato, il citato ultimo intervento del legislatore italiano ha provveduto a sanare l'evidente contrasto tra la previgente formulazione dell'art. 2357 *ter*, comma 2, c.c. - ove si prevedeva la possibilità per la società di esercitare il diritto d'opzione relativo alle azioni già possedute dalla medesima - ed il sovraordinato precetto comunitario che sancisce l'espresso divieto di sottoscrizione di azioni proprie (tuttora vigente e contemplato dall'art. 18, par. 1, della seconda direttiva) e ad armonizzare l'art. 2359 *bis*, comma 3, c.c. con il disposto dell'art. 2357, comma 3, c.c., innalzando il previgente limite della decima parte del capitale sociale alla quinta parte, e precisando nel contempo come lo stesso vada calcolato «tenendosi conto anche ... delle azioni possedute da società controllate», dall'altro, sembra aver perso l'occasione per intervenire in un'opera di semplificazione e razionalizzazione della materia di cui di avverte diffusamente il bisogno. Non è dato comprendere, ad esempio, il motivo per cui, nonostante la soppressione del limite all'acquisto di azioni proprie nelle società per azioni che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, nei casi in cui le medesime azioni vengano acquisite in virtù delle operazioni «speciali» di cui all'art. 2357 *bis*, comma 1, nn. 2, 3 e 4 c.c., ciò debba comportare al reviviscenza del limite della quinta parte del capitale sociale di cui all'art. 2357 *bis*, comma 2, c.c. Trattasi di un palese difetto di

coordinamento che in queste ipotesi manca di replicare la distinzione di disciplina tra società «chiuse» e società «aperte» che pare «ergersi a cardine del nuovo sistema» (54). Sebbene la norma in parola non precisi se il limite in oggetto ed il conseguente obbligo di alienazione entro tre anni dall'acquisto debbano essere riferiti alle sole società che fatto ricorso al mercato di capitale di rischio, oppure anche alle società «chiuse», pare tuttavia preferibile ritenere che l'obbligo in parola riguardi qui, come nell'art. 2357 c.c., unicamente le società «aperte» (55).

Il tentativo di individuare una *ratio* nelle modifiche alla disciplina dell'acquisto di azioni proprie che si sono susseguite negli ultimi anni può, quindi, in ultima analisi, legittimamente ritenersi frustrante: l'interprete è chiamato a ricercare una coerenza nella legislazione nazionale in materia che, allo stato, continua ad essere afflitta da patologica complessità e carenza di coordinamento. Il legislatore, infatti, nel mancare di intervenire sulle norme divenute contrastanti con quelle via via modificate nel tempo e nel ricorrere sempre più diffusamente ad una «panacea comunitaria» (56) che non risulta affatto priva di incongruenza, finisce per rendere la normativa di riferimento inutilmente complessa e, a tratti, di dubbia applicabilità.

Note:

(49) Così N. Abriani, *op. cit.*, 249.

(50) Sul punto M. Stella Richter jr., *op. cit.*, 114, osserva come «In questa prospettiva, l'acquisto dell'ultima azione da parte della società dovrebbe essere equiparato a una trasformazione eterogenea (art. 2500 *septies* c.c.) e pertanto per produrre effetto presupporrebbe, in analogia con quanto previsto dall'art. 2500 *novies* c.c., la mancata opposizione o il soddisfacimento dei creditori sociali».

(51) Di questo avviso M. Stella Richter jr., *op. loc. ult. cit.*

(52) Ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 565 c.c.

(53) In ipotesi di morte di tutti i soci (ed assenza di soci persone giuridiche) di una società e qualora sia assolutamente certo che non vi siano successibili entro il sesto grado, non si fa luogo a giacenza dell'eredità e trova applicazione l'articolo 586 c.c.; se non vi è certezza sull'inesistenza di successibili, di contro, si dovrà procedere alla nomina di un curatore, cui provvede il Tribunale del circondario in cui si è aperta la successione, su istanza delle persone interessate o anche d'ufficio. In tale fattispecie l'acquisto da parte dello Stato è automatico, opera di diritto, senza necessità di accettazione da parte del medesimo e, in ogni caso, comporta una responsabilità *intra vires hereditatis*.

(54) Così R. Lener, *C'è una ratio per i limiti all'acquisto di azioni proprie*, in M.S. Richter jr. - G. Ferri jr (a cura di), *Profili attuali di diritto societario europeo*, Milano, 2010, 131.

(55) Di questo avviso anche G. Margiotta - S. Puglisi, *op. cit.*, 793; contrario sembrerebbe M. S. Richter, *op. cit.*, 121.

(56) L'espressione è di R. Lener, *op. cit.*, 127, il quale non manca di precisare come, avuto riguardo alla condotta del legislatore nazionale «sempre più spesso il legislatore comunitario appare almeno altrettanto confuso e distratto».

