

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DEL MOLISE
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA



TESI DI DOTTORATO IN DIRITTO ED ECONOMIA:
INTERESSI RILEVANTI E TUTELE
(CICLO XXIV)
(IUS 04)

**LA DISCIPLINA DELL'ASSISTENZA
FINANZIARIA NELLE SOCIETA' DI
CAPITALI**

TUTOR:
Chiar.mo Prof.
Gianmaria PALMIERI

CANDIDATO:
Dott.
Giosuè LEOCATA

ANNO ACCADEMICO 2012-2013

LA DISCIPLINA DELL'ASSISTENZA FINANZIARIA NELLE SOCIETÀ DI CAPITALI

Capitolo I. Fonti dell'assistenza finanziaria.....4

Dal tentativo di limitare le operazioni sulle proprie azioni, salvo il caso che l'acquisto sia autorizzato dall'assemblea dei soci e sempre che l'operazione sia patrimonialmente "coperta" (così il Codice di Commercio) al consenso "condizionato" per le società di accordare prestiti e garanzia per la sottoscrizione e per l'acquisto delle proprie azioni da parte di terzi o degli stessi soci (la novella comunitaria).

1.1 Introduzione.....	4
1.2 Dal Codice di Commercio del 1882 ad oggi.....	8
1.3 Il recepimento della direttiva 2006/68/UE nei principali Paesi Europei.....	14
1.4 Gli articoli 2358 e 2474, seconda parte c.c., nella loro veste attuale a seguito dell'entrata in vigore della "nuova" Direttiva Comunitaria ed i primi commenti.....	18

Capitolo II. Il fenomeno ed i suoi problemi.....23

Dal divieto di assistenza finanziaria al riconoscimento della possibilità di assistere (o garantire) finanziariamente i terzi - o i soci - intenzionati ad acquistare partecipazioni con il limite che è previsto per le società c.d. aperte (c.d. divieto condizionato).

2.1 Introduzione.....	23
2.2 Le tesi sulla "ratio" del divieto di assistenza finanziaria.....	26
2.3 Le responsabilità della società (<i>target</i>) e dei suoi amministratori nei confronti dei soci e dei creditori per violazione dei doveri fiduciari in relazione alla decisione di prestare assistenza finanziaria.....	34

Capitolo III. La disciplina dell'assistenza finanziaria nelle S.P.A. (limiti sostanziali e procedurali).....44

Come si articola l'assistenza finanziaria: la concessione di finanziamenti e garanzie a soci o terzi per l'acquisto della partecipazione di controllo.

3.1 Introduzione	44
3.2 Il calcolo del limite entro cui è possibile assistere finanziariamente e prestare garanzie.....	46
3.3 Il regime della riserva.....	50
3.4 La relazione degli amministratori.....	54
3.5 La delibera dell'assemblea dei soci che autorizza l'operazione proposta dagli amministratori.....	55
3.6 Le analogie con la disciplina delle azioni proprie.....	56

Capitolo IV. La disciplina dell'assistenza finanziaria nelle S.r.l...... 61

4.1 Introduzione.....	61
4.2 Le ragioni del divieto.....	62
4.3 Ambito di applicazione.....	64
4.4 Le novità della riforma.....	67
4.5 Le conseguenze in caso di violazione.....	68

Capitolo V. L'assistenza finanziaria – Le ipotesi applicative – Le cautele.....71

5.1 La concessione di finanziamenti e garanzie da parte della società per l'acquisto di azioni proprie.....	71
5.2 L'investimento da parte della Banca nel capitale d'impres e i possibili conflitti d'interessi.....	74
5.2.1 Il quadro normativo.....	76
5.2.2 Le conclusioni.....	77
5.3 Le delibere assembleari con cui i soci dispongono la distribuzione di dividendi e riserve straordinarie.....	79

<u>Capitolo VI. Le ipotesi alternative in cui ricorre (o non ricorre) l'assistenza finanziaria</u>	80
6.1 Introduzione.....	80
6.2 La rinuncia ad una pretesa creditoria da parte della società.....	81
6.3 Le operazioni di finanziamento indiretto.....	85
6.4 La fusione successiva all'acquisizione con indebitamento a seguito della riforma e dell'introduzione dell'art. 2501 <i>bis</i> c.c.....	86
6.5 La distribuzione degli utili e dei dividendi.....	87
6.6 Una possibilità: l'estensione della disciplina dell'assistenza finanziaria alle società di persone.....	89
<u>Capitolo VII. Le responsabilità penali e civili degli amministratori nelle operazioni di assistenza finanziaria</u>	94
<u>Capitolo VIII. L'esperienza americana sul punto. Le discipline societarie statunitensi in materia di azioni proprie ed i rapporti tra l'assistenza finanziaria ed il leveraged buyout</u>	99
8.1 Introduzione.....	99
8.2 La disciplina societaria (statunitense) dell'acquisto delle azioni proprie	101
8.3 La disciplina contabile dell'acquisto delle azioni proprie.....	106
8.4 Il <i>leveraged buy out</i>	109
8.5 Le tesi: la “sostanzialistica” e quella “favorevole”.....	109
8.6 La non riconducibilità dell'L.B.O. all'art. 2358 c.c. nel nuovo sistema.....	114
<u>Capitolo IX. Le operazioni con parti correlate (Art. 2391 bis c.c.) fusione a seguito di acquisizione del controllo della società target con indebitamento (Art. 2501 bis c.c.)</u>	117
9.1 Le operazioni con parti correlate.....	117
9.2 Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento.....	119
<u>Bibliografia</u>	123

CAPITOLO I

FONTI DELL'ASSISTENZA FINANZIARIA

Dal tentativo di limitare le operazioni sulle proprie azioni, salvo il caso che l'acquisto sia autorizzato dall'assemblea dei soci e sempre che l'operazione sia patrimonialmente "coperta" (così il Codice di Commercio) al consenso "condizionato" per le società di accordare prestiti e garanzia per la sottoscrizione e per l'acquisto delle proprie azioni da parte di terzi o degli stessi soci (la novella Comunitaria).

1.1 Introduzione

Il d.Lgs 4 agosto 2008 n. 142, pubblicato nella G.U. n. 216 del 15 settembre 2008 ed entrato in vigore, a seguito dell'ordinaria *Vacatio Legis*, in data 30 novembre 2008, ha modificato in maniera profonda e significativa tutto il quadro normativo in materia di conferimenti di beni in natura o crediti nelle società per azioni, sia in fase di costituzione che in fase di aumento di capitale, ed inoltre ha ridisegnato la disciplina dell'assistenza finanziaria all'uopo disciplinata dall'art. 2358 c.c.

Le nuove norme hanno attuato la Direttiva Comunitaria 2006/68/CE del 6 settembre 2006 pubblicata nella G.U.U.E. L. 264/32 del 25 settembre 2006, che a sua volta ha modificato la seconda Direttiva in materia societaria relativa alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del loro capitale sociale¹.

La novella legislativa per la prima volta, consente alle società italiane di accordare prestiti o fornire garanzie per la sottoscrizione o l'acquisto delle proprie azioni da parte di un terzo o da parte degli stessi soci, purché vengano rispettate alcune condizioni e sia eseguita una speciale procedura (ispirata al modello anglosassone del c.d. "*Whitewash*").

¹ Direttiva 77/91/CEE anche nota come seconda Direttiva in materia societaria.

I principi d'attuazione della Direttiva 2006/68/CE, contenuti nella Legge Delega 25 febbraio 2008 n. 34 (c.d. Legge Comunitaria 2007), si proponevano di modernizzare la seconda Direttiva ed apportare talune semplificazioni al fine di promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese senza ridurre le tutele di cui beneficiano gli azionisti ed i creditori².

La semplificazione introdotta dal secondo considerando³ è consistita, con riguardo ai conferimenti di beni in natura o crediti, nell'eliminazione dell'obbligo di ricorrere, alle condizioni descritte nel prosieguo, ad un'apposita valutazione da parte di un esperto designato da un'autorità terza, qualora esista già un parametro di riferimento chiaro per la valutazione del conferimento⁴.

Tuttavia, l'eliminazione in talune fattispecie dell'obbligo di produrre una relazione di un esperto indipendente nominato da un'autorità terza trova necessario bilanciamento nella tutela dei diritti degli azionisti di minoranza a vedersi garantito, a fronte delle più sottili tutele sottese alle nuove procedure di conferimento, il diritto di "esigere" la valutazione del predetto esperto.

Radicali, per non dire innovative sono state le novità introdotte in materia di assistenza finanziaria, oggetto della presente ricerca, infatti per effetto dell'entrata in vigore del nuovo art. 2358 c.c. in materia di s.p.a. (e parimenti con le modifiche dell'art. 2474 per le s.r.l.) non esiste più nel nostro Ordinamento Giuridico un divieto di *financial assistance*, bensì una regolamentazione articolata, sia da un punto di vista sostanziale che procedimentale, delle operazioni descritte in tale norma.

La Direttiva Comunitaria ridisegnando la disciplina in materia di assistenza finanziaria ha quindi previsto in luogo del divieto assoluto la facoltà per i singoli stati membri di autorizzare le società per azioni a concedere un'assistenza finanziaria per l'acquisizione di proprie azioni da parte di un terzo nei limiti (ed al ricorrere di

² Così il considerando n. 2 della Direttiva 2006/68/CE

³ Nella sua comunicazione al Parlamento Europeo e al Consiglio del 21 maggio 2003, dal titolo "*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea – Un piano per progredire*", la Commissione conclude che la semplificazione e la modernizzazione della Direttiva 77/91/CEE contribuirebbero in modo sostanziale a promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese senza ridurre le tutele di cui beneficiano gli azionisti e i creditori. Tali obiettivi sono prioritari ma non incidono sulla necessità di procedere, senza indugio, ad un esame generale della percorribilità di alternative al regime della salvaguardia del capitale che consenta di tutelare adeguatamente gli interessi dei creditori e degli azionisti di una società per azioni.

⁴ Così il considerando n. 3 della Direttiva 2006/68/CE.

determinati presupposti) delle riserve distribuibili, in modo da rafforzarne la flessibilità con riguardo ai cambiamenti nella struttura proprietaria.⁵

L'attività di *financial assistance* pertanto, al fine di essere attuata impone concretamente il rispetto di limiti di carattere sostanziale e procedurale, nonché l'indicazione della destinazione e dell'importo del finanziamento, come meglio specificato nel prosieguo del presente lavoro⁶.

Infatti, il finanziamento reca un preciso scopo⁷ (predeterminato in sede di delibera), in cui le azioni possono essere acquistate, e dunque finanziate, solo per un importo corrispondente al loro valore equo di mercato⁸ mentre, nel caso in cui le azioni siano acquistate dalla società che le detiene, il valore del finanziamento si determina secondo i principi previsti per il recesso.

L'assistenza finanziaria in materia di acquisto di azioni proprie non deve essere necessariamente prevista dallo statuto. La stessa deve essere tuttavia autorizzata, in ogni caso, dall'assemblea straordinaria (cfr. art. 2358, 2° comma).

A tal proposito è opportuno precisare, e di ciò se ne darà ampio spazio nel prosieguo della presente analisi, che la competenza assembleare non va letta ed interpretata nel senso che si tratti di una materia gestionale attribuita all'assemblea, né può essere spiegata con il fatto che (anche) l'assistenza finanziaria si risolva nell'impiego di utili distribuibili e di riserve disponibili.

Infatti, da una parte la legge si esprime – così nell'art. 2358 c.c. come anche negli artt. 2357 e 2357 *ter* c.c. – in termini di autorizzazione assembleare, e non di decisione di competenza dell'assemblea (a differenza dell'assunzione di partecipazioni in società con responsabilità illimitata dei soci, fattispecie in cui, si ritiene che si tratti di delibera dell'assemblea ordinaria e che non consista in una mera autorizzazione, ma in una competenza assembleare propria ai sensi dell'art.

⁵ Così il considerando n. 5 della Direttiva 2006/68/CE.

⁶ Cfr. Capitoli III e IV del presente lavoro.

⁷ Sul punto si sofferma F. CARBONETTI, *Art. 2358 – Altre operazioni sulle proprie azioni*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di d'Alessandro, Vol. II, t.1, Padova, 2010, p. 368, il quale rileva che la finalizzazione del finanziamento all'acquisto di azioni proprie potrebbe essere reso esplicito nel contratto, ma in ogni caso, in presenza del nesso teleologico, non rileva se il finanziamento proceda o segua l'acquisto delle azioni.

⁸ L'art. 2358 c.c. fa riferimento al solo valore di mercato, mentre l'art. 23, II Dir. Soc. esige anche che sia equo, lo nota N. DE LUCA, *Sub. art. 2357*, in *Commentario del Codice Civile*, diretto da E. Gabrielli, *Sezione Società. Azienda e concorrenza*, a cura di D.U. SANTOSUOSSO, Torino, 2011, paragrafo 2.3.4.

2364, comma 1°, n. 5, c.c.⁹), l'assistenza finanziaria, come l'acquisto o la disposizione di azioni proprie, rimangono pur sempre atti di gestione, di competenza degli amministratori. Dall'altra parte, la competenza in sede straordinaria dipende dal vincolo comunitario, espresso nell'art. 23 II Dir. Soc., di assoggettare tale autorizzazione ad una maggioranza rafforzata (quella indicata nell'art. 40 II Dir. Soc.): maggioranza che, come è stato criticamente osservato¹⁰, il legislatore nazionale avrebbe potuto esigere pur assegnando la competenza alla sede ordinaria.

Tale maggioranza rafforzata è richiesta perché l'operazione in questione assume particolare rilievo rispetto agli assetti proprietari e agli interessi dei soci¹¹ non perché la delibera *de qua* possa essere intesa come autorizzazione "straordinaria" a compiere un'operazione estranea all'oggetto sociale¹².

L'assistenza finanziaria pertanto, riassumendo quanto fin qui descritto, non solo deve risultare funzionale alla realizzazione dell'oggetto sociale, ma la stessa deve essere, altresì, giustificata da uno specifico e dichiarato interesse della società. In altre parole, la prescrizione legislativa va interpretata, nel senso che, a differenza degli altri prestiti ai soci, se l'interesse sociale non è espresso nella relazione o se si

⁹ Cfr. DONATIVI, *Sub art. 2361*, in *Commentario Sandulli-Santoro*, Torino, 2003, 2/I, p. 227 e ss; MIRONE, *Sub. Art. 2361*, op. cit., p. 417, testo e nt. 32; U. TOMBARI, *La partecipazione di società di capitali in società di persone come nuovo "modello di organizzazione dell'attività d'impresa"*, in *Riv. Soc.* 2006, p. 185; GOMMELLINI, *Art. 2361- Partecipazioni*, cit., p. 418.

¹⁰ Da Confindustria, *Osservazioni allo schema del decreto legislativo per l'attuazione della Direttiva 2006/68/CE*, reperibile sul sito internet <http://www.confindustria.it>.

¹¹ Per questa conclusione, N. DE LUCA, *Sub. Art. 2358*, op. cit. paragrafo 3.1; analogamente, R. ANNARATONE, *Altre operazioni sulle proprie azioni* in N. DE LUCA (a cura di), *La nuova disciplina dei conferimenti senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2009, p. 456 e s. Nel medesimo ordine di idee, sulle ragioni dell'autorizzazione assembleare, MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992, p. 128 e ss.

¹² Sul punto V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501 bis c.c.*, in *Società*, 2009, p. 575, il quale osserva che "la scelta del legislatore è giustificata dal fatto che si deve decidere su un'operazione straordinaria o perché estranea all'oggetto sociale o perché anomala come il suo divieto in via generale dimostrata". Similmente, G. BORTOLUZZI, *La disciplina dell'assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie e la loro accettazione in garanzia*, in *Operazioni sulla azioni proprie alla luce della nuova legge di attuazione della modifica alla II Direttiva CEE*, Seminario di studio del 20 febbraio 2009 presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, p.12.

rivela insussistente, la delibera di autorizzazione risulta viziata e può essere impugnata¹³.

Prima di analizzare le modalità applicative della nuova assistenza finanziaria ed entrare nello specifico del tema della ricerca, occorre fare un *excursus* storico dell'istituto in oggetto per capire le ragioni e gli interessi che hanno condotto il legislatore ad introdurre nel nostro ordinamento questa rilevante modifica normativa.

1.2 Dal Codice di Commercio del 1882 ad oggi

Il divieto dell'assistenza finanziaria nelle società per azioni, era già previsto, indirettamente, nel Codice di Commercio del 1882, nell'art. 144, primo periodo¹⁴. Nulla invece al riguardo era previsto nel Codice di Commercio del 1885.

Infatti, già con il Codice di Commercio del 1882 vi era stato il tentativo di limitare le operazioni sulle azioni proprie, imponendo seri vincoli agli amministratori, cui era vietato di procedere all'acquisto, *“salvo il caso in cui l'acquisto sia autorizzato dall'assemblea generale, e sempre che si faccia con somme prelevate dagli utili regolarmente accertati e le azioni siano liberate per intero”*¹⁵.

La violazione della menzionata disposizione era sanzionata con l'applicazione di una sanzione pecuniaria, comminata dall'art. 247 n. 3 dello stesso Codice, il cui precetto, allora come oggi, richiamava il disposto civilistico relativo, delineando una responsabilità attraverso una c.d. *“norma penale in bianco”*.

¹³ In questo senso, P. ABBADESSA, *I prestiti ai soci: appunti sul tema, La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali*, Studi in onore di Giovanni E. Colombo, Torino, 2012, p. 87 e s.

¹⁴ 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 sempre che si faccia con somme prelevate dagli utili regolarmente accertati e le azioni siano liberate per intero”*.

¹⁵ Sull'acquisto delle proprie azioni nel vigore del codice di commercio del 1882, soprattutto C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, II, Milano, 1923, (VI), p. 324 e ss.; A. DE GREGORIO, *L'acquisto delle azioni di una società anonima per conto della stessa società e l'art. 144 codice di commercio*, in *Studi di diritto commerciale in onore di C. Vivante*, II, Roma, 1931, p. 375 e ss., *ID delle società e delle indicazioni commerciali*, Torino, 1938, p. 293 e ss., e volendosi anche U. NAVARRINI, *Trattato teorico pratico di diritto commerciale*, IV, Torino 1919, p. 380 e ss. Per la ricostruzione storica dell'origine dell'art. 144 codice di commercio 1882 cfr. S. SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto di azioni proprie e utile di esercizio*, in *Riv. Soc.*, 1970, p. 616 e ss., spec. nt. 2.

Il recepimento della fattispecie normativa in commento nel Codice Civile del 1942, all'art. 2357, non è stato accompagnato da sostanziali modificazioni, gli interventi innovativi sono stati limitati all'introduzione dei divieti di cui all'art. 2357 e 2357 *quater* c.c. (in materia di acquisto delle proprie azioni), associati ad una sanzione penale non più pecuniaria ma detentiva (artt. 2628 e 2629 c.c.).

L'obiettivo principale che ha mosso il legislatore, sembra essere stato, tra l'altro, quello della tutela dell'integrità del capitale sociale.

Appare, infatti, unanime l'orientamento con riferimento alla circostanza che il modello dell'art. 23, 1° comma, della seconda Direttiva UE in materia societaria¹⁶ (sulla base del quale è stata scritta la versione attuale dell'art. 2358 c.c.) è stata la *section 54* del *Companies Act* inglese del 1948, la quale a sua volta, riprendeva la *section 16* del *Companies Act* del 1928 prima e la *section 45* del *Companies Act* del 1929 poi¹⁷. Dall'analisi dei lavori del *Companies Act* del 1928 risulta che la commissione incaricata dell'esame del problema dell'assistenza finanziaria sollecitò l'introduzione del divieto con lo scopo esplicito di evitare un risultato ritenuto sostanzialmente equivalente ad una "riduzione del capitale" sociale¹⁸.

La citata conclusione venne ribadita nel 1962 dallo studio di un'altra commissione, che di nuovo "considerò il problema posto dall'acquisto di partecipazioni sociali a debito come tale da richiedere un sistema di protezione dei creditori anche più incisivo rispetto a quello realizzato mediante la disciplina diretta alla conservazione del capitale sociale"¹⁹.

È noto, che un divieto del tutto analogo a quello introdotto nel *Companies Act* del 1928 (e poi nel Codice Civile) era già presente nel Codice di Commercio italiano, precisamente nell'art. 144, seconda parte, c.c.

¹⁶ Recita l'art. 23, 1° comma: "Una società non può anticipare i fondi, né accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisizione delle sue azioni da parte di un terzo."

¹⁷ Cfr. Per i riferimenti storiografici U. SCHROEDER, *Finanzielle Unterstützung des Aktienwerbs. Der. § 71a Abs. 1 AktG un sein Vorbild im englischen Gesellschaftsrecht*, Köln, 1995, p.15 e ss.

¹⁸ Cfr. C. ROBERTS, *Financial assistance for the acquisition of shares*, Oxford, 2005, p. 8 e ss. per un resoconto dei lavori del *Greene committee*, completati nel 1926.

¹⁹ Cfr. J. ARMOUR, *Share Capital and creditor protection: efficient rules for a modern company law*, in *MLR*, 2000, p.355 e ss., ivi a p. 369, ove richiami al *Report of the company law committee (o Jenkins committee)* del 1962.

Anche dall'esame dei lavori preparatori di tale codice e della dottrina del periodo si ricava la convinzione che un simile divieto venisse ritenuto opportuno principalmente a salvaguardia del capitale sociale²⁰.

La relazione al Codice Civile del 1942, recependo tali impostazioni, ha affermato che l'obiettivo primario della disciplina *de qua* è di “vietare che la società possa speculare sulle partecipazioni dei propri soci o garantirsi con esse, quando l'acquisto di esse si risolverebbe in una prematura restituzione del capitale²¹”.

La c.d. Seconda Direttiva 77/91/CEE del Consiglio, datata 13 dicembre 1976, ha inteso coordinare, per renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli stati membri, alle società di cui all'articolo 58, secondo comma, del *Trattato*, per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa. Infatti, in detta direttiva, s'invitavano gli stati membri, nel caso di assegnazioni di azioni a fronte di conferimenti non in contanti, di non dover ricorrere ad un'apposita valutazione da parte di un esperto qualora esistesse già un parametro di riferimento chiaro per la valutazione dei conferimenti; ed inoltre si incoraggiavano gli stati membri a rafforzare la flessibilità con riguardo ai cambiamenti della struttura proprietaria, sia mediante l'autorizzazione delle società a concedere un'assistenza finanziaria per l'acquisto delle proprie azioni (da parte di terzi o dei soci medesimi) sia mediante l'autorizzazione per l'acquisto di azioni proprie, il tutto nel rispetto delle riserve disponibili e degli utili distribuibili, (che costituiscono il minimo comun denominatore sia della disciplina sull'acquisto di azioni proprie che della disciplina dell'assistenza finanziaria).

La II Direttiva Comunitaria è stata modificata successivamente alla riforma del diritto comune interno dalla Direttiva 6 settembre 2006, n. 2006/68/CE pubblicata nella G.U.C.E. L264/32 del 25 settembre 2006, con le seguenti novità: a) l'estensione

²⁰ “Le sovvenzioni o anticipazioni fatte a soci su tali azioni sono operazioni che si risolvono in altrettante indebite sottrazioni del capital sociale, cioè della sola garanzia che hanno i creditor” (così la relazione); in dottrina v. ad es. E. VIDARI, *Il nuovo codice di commercio*, compendiosamente illustrato coi motivi di esso, 2a edizione, Milano, 1884, p. 119. La dottrina minoritaria diversamente riteneva che la norma fosse principalmente diretta ad impedire possibili abusi degli amministratori, quasi a scandire la separazione tra attività della società e attività dei suoi organi, considerati come tali. Così F. MESSINEO, *L'articolo 144 cod. com. e i riporti di azioni sociali*, in *Riv. Dir. Com.*, 1926, I°. p. 394 e ss.

²¹ V. la relazione, Sub. n. 1011.

del termine di durata dell'autorizzazione assembleare d'acquisto di azioni proprie fino ad un massimo di 5 anni (art. 19, par.1, lett. a), II Direttiva, come modificato dalla Direttiva in esame, in relazione all'attuale art. 2357, comma 2, "*in modo da accrescere la flessibilità e da ridurre gli oneri amministrativi a carico della società, le quali devono poter reagire rapidamente agli sviluppi del mercato che incidano sul prezzo delle loro azioni*" (quarto considerando); b) la determinazione del limite quantitativo di possesso, che pur potendo anche non essere fissato, comunque, "*non può essere inferiore al 10 per cento del capitale sottoscritto*", ovvero alla soglia attualmente prevista dall'art. 2357, comma 3 (art. 19, par. 1, i, come modificato); c) la concessione agli stati membri di derogare al divieto di assistenza finanziaria (art. 23, par. 1, come modificato, in relazione all'attuale art. 2358 c.c.)²².

I principi sanciti nella seconda Direttiva citata hanno trovato la loro genesi nel rapporto predisposto all'uopo da una Commissione recante il titolo la "*Semplificazione della legislazione del mercato interno – S.L.I.M. ovvero Simpler Legislation For Internal Market*" che suggeriva tra l'altro:

- I) la semplificazione delle disposizioni relative ai conferimenti, mediante l'eliminazione della necessità del parere degli esperti per il conferimento di titoli per i quali sia già disponibile un valore di mercato o per il conferimento di beni per i quali sia già disponibile un valore di mercato o per il conferimento di beni per i quali sia già disponibile una valutazione indipendente;
- II) l'eliminazione del limite quantitativo del 10% (dieci per cento) del capitale all'acquisto di azioni proprie e l'allentamento del divieto di assistenza finanziaria;
- III) relativamente all'aumento di capitale deliberato dalle società quotate, l'esclusione del diritto di opzione qualora le nuove azioni fossero emesse al prezzo di mercato o ad un prezzo leggermente inferiore;
- IV) l'introduzione dell'istituto del c.d. *squeeze out*.

²² Sull'argomento, E. WYMEERSCH, *The Directive amending the Second Company Law Directive on Legal Capital*, Universiteit Gent, 2006.

Nel mese di novembre del 2002 è stata fornita un'integrazione del precedente rapporto, dal titolo *S.L.I.M. plus approach*: consistente nella relazione predisposta dall'*high level group of company law experts*, che riprendendo le raccomandazioni dello S.L.I.M. ha introdotto:

- I) le modifiche necessarie per consentire le vere azioni senza valore nominale;
- II) ha consentito il conferimento in natura senza la relazione dell'esperto qualora il valore attribuito a quest'ultimo possa essere ricavato da parametri di valutazione – prezzo di mercato; bilanci sottoposti a revisione; altre valutazioni recenti – e consentire il conferimento di servizi e prestazioni d'opera;
- III) ha escluso il diritto di opzione senza le formalità richieste dall'articolo 29 della Seconda Direttiva per l'aumento di capitale deliberato dalle società quotate nel caso in cui le azioni siano emesse al prezzo di mercato o leggermente inferiore;
- IV) ha eliminato il limite quantitativo del 10% (dieci per cento) del capitale all'acquisto di azioni proprie;
- V) ha eliminato il divieto di assistenza finanziaria, limitandola all'ammontare degli utili distribuibili e delle riserve disponibili e prevedendo l'autorizzazione dell'assemblea;
- VI) ha previsto il diritto di *squeeze-out* e *sell-out*.

A conclusione dell'*excursus* storico dell'istituto giuridico in esame, il 6 settembre 2006 è stata emessa dal Parlamento Europeo e dal Consiglio, la “Nuova” Seconda Direttiva 2006/68/CE, che ha modificato la precedente Direttiva 77/91/CEE del Consiglio relativamente alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del loro capitale sociale.

Nuove modifiche si preannunciano, comunque, nel prossimo futuro²³, in particolare ove dovesse venire attuata la proposta di regolamento del Consiglio

²³ Il dibattito in merito all'art. 23 della seconda Direttiva non si è, infatti, sopito con l'approvazione della Direttiva 2006/68/UE: il tema dell'assistenza finanziaria è stato posto ad esempio al centro dell'indagine commissionata dalla Commissione Europea alla KPMG, i cui risultati sono stati presentati nel gennaio 2008 nel documento *Facibility study on an alternative to the capital maintenance regime by the second company law directive* [in tale

dell'Unione Europea, relativo allo statuto della Società Privata Europea (SPE) del 2008, che (nell'allegato 1, cap. IV) espressamente rimette (anche dopo gli emendamenti del 2009) all'autonomia statutaria la scelta “*se la SPE possa fornire o meno assistenza finanziaria, in particolare anticipare fondi, fornire prestiti o garanzie ai fini dell'acquisizione delle sue azioni da parte di un terzo*”²⁴.

Nel dicembre 2009 la presidenza svedese della Commissione ha proposto un documento di “compromesso” (il “*presidency compromiser*”) ai sensi del quale, posto che le differenze tra le legislazioni degli stati non paiono consentire una disposizione univoca in tema di assistenza finanziaria, devono conseguentemente trovare applicazioni le singole legislazioni nazionali²⁵.

La Nuova Direttiva, come detto, ha accordato agli Stati membri la facoltà di introdurre alcune deroghe e semplificazioni in ordine alla disciplina dei conferimenti non in contanti e dell'acquisto delle azioni proprie, ivi compresa la disciplina sulla concessione di prestiti e garanzie per l'acquisto di azioni proprie.

Il nostro Ordinamento con il D.Lgs 4 agosto 2008 n. 142 (pubblicato nella G.U. n. 216 del 15 settembre 2008) emanato in virtù della delega di cui agli artt. 1 e 23 della legge 25 febbraio 2008 n. 34 (Legge Comunitaria 2007), ha dato attuazione alla Direttiva 2006/68/CE.

documento, due dei quattro gruppi di lavoro (il *Rickford Group* e il *Dutch Group*) si sono espressi per la radicale abolizione del divieto V. 281 e 298. Un terzo gruppo ha concluso giudicando accettabile un regime alternativo che preveda la possibilità di concedere l'assistenza finanziaria entro un certo limite calcolato all'esito di un duplice test (*balance sheet test and liquidity test*): V. *High Level Group*, p. 269 e ss. Il quarto ha concluso per l'opportunità di mantenere l'attuale disciplina (il *Lutter Group*, 295)].

²⁴ Per un primo commento sullo specifico punto V. SIEMS, HERZOG, ROSENAAGER, *The protection of creditors of a European Private Company* (spec. in 12 Ebr 147, 2011, p. 162). Più in generale v. HOMMELHOFF, *The European private company before its pending legislative birth*, in AA.VV., *Private company law reform. International and European perspectives*, a cura di Mc CAHERY, TIMMERMANN, VERMEULEN, The Hague, 2009, p. 321 e ss.

²⁵ Cfr. sempre V. SIEMS, HERZOG, ROSENAAGER, op. cit., p. 162 e nt. 92; SANDBERG, SKOG, *SPE - A company law dead-end?*, in *Die Ag.*, 2010, p. 580 e ss. e vedi da ultimo anche il *Report of the reflection group on the future of a EU company law*, *Ilf paper* n. 126, 5 aprile 2011, reperibile sul sito www.ilf.frankfurt.de, p. 29 e ss. e p. 66 e ss.

1.3 Il recepimento della Direttiva 2006/68/UE nei principali Paesi Europei

In ambito comunitario, parte delle legislazioni dei principali paesi europei prevedono, per effetto del recepimento dell'art. 23, I° comma della seconda Direttiva UE, divieti in larga misura analoghi a quelli contemplati dall'art. 2358, I° comma, c.c. per le società per azioni e dall'art. 2474, seconda parte, c.c. per le società a responsabilità limitata.²⁶

Infatti, sia in Italia che in Belgio, Danimarca, Lussemburgo, Polonia (per citare alcuni fra i paesi comunitari) la Direttiva 2006/68/UE è stata recepita mediante l'inserimento nella legislazione di un testo sostanzialmente corrispondente a quello del nuovo art. 23 della Seconda Direttiva²⁷. Poiché, tuttavia, le discipline nazionali si richiamano sempre alla concessione di assistenza finanziaria “per l'acquisto” delle partecipazioni, continuano di fatto a mantenere il loro valore gli argomenti esposti dalla dottrina (a fronte dei testi normativi precedenti) per distinguere tra assistenza preventiva e successiva.

Diversamente, altri paesi comunitari (la maggioranza, tra cui la Germania, l'Austria, la Gran Bretagna, l'Olanda, la Francia, la Spagna, la Svezia e la Norvegia) hanno rinunciato a reperire la direttiva, giudicandola in termini critici (la disciplina viene reputata solo “minimamente” cambiata rispetto al passato e giudicata inutilmente “*complessa*”, “*costosa*” “*in larga misura insensata oltre straordinariamente pesante*”).

L'originario divieto di assistenza finanziaria (che è rimasto sostanzialmente inalterato nelle discipline di tali stati) viene interpretato in modo selettivo, disapplicato caso per caso²⁸.

²⁶ Come noto, invece, le principali legislazioni statali degli Stati Uniti d'America non prevedono analoghi divieti di assistenza finanziaria; ne da notizia, in chiave comparatistica, per tutti J. ARMOUR, *Transactions at An undervalue*, in AA. VV., *Vulnerable transactions in corporate insolvency*, a cura dell'autore e di H. BENNET, Oxford, 2003, p. 37 e ss., ivi a p. 65.

²⁷ Per il Belgio v. l'art. 629 del *Code des Sociétés* del 17 luglio 1999 (come modificato da decreto reale dell'8 ottobre 2008; Cfr. in proposito VAN DER ELST, *New Capital preservation law, Belgian Style*, in *6 Eur. Company Law*, 2009, p. 113).

²⁸ Ad esempio nel Diritto britannico, gli studiosi continuano a discutere della *section 678* (4) del *Companies Act* del 2006 (riproduttiva della precedente *section 153* (2) del 1985) che regola la *larger purpose exception*, disponendo che l'assistenza successiva non è proibita “*se è prestata in buona fede nell'interesse della società*” e “*la riduzione o l'estinzione delle*

Nel diritto tedesco, il § 71a AktG stabilisce che i contratti che hanno per oggetto la concessione di un'anticipazione o di un finanziamento o la prestazione di una garanzia da parte della società ad un socio o ad un terzo allo scopo di agevolare l'acquisto di azioni della società sono nulli²⁹. Per le GmbH il § 30 Abs.1, GmbHG, vieta la distribuzione del patrimonio destinato a copertura del capitale sociale (c.d. Auszahlungen)³⁰. Tuttavia, la norma si riferisce solamente alle distribuzioni effettuate dalla società a favore dei soci; ma secondo l'opinione prevalente, essa si estende a qualsiasi genere di prestazione diversa dalla distribuzione (ad es., la concessioni di finanziamenti e garanzie) e dalle prestazioni effettuate a favore di soggetti intenzionati a divenire soci (anche per l'acquisto di partecipazioni proprie)³¹. La maggioranza degli autori e la presente giurisprudenza distinguono, peraltro, tra il caso dei finanziamenti e delle garanzie concessi a condizioni inferiori rispetto a quelle di mercato (qualificati come prestazioni *ex* § 30, Abs. 1, GmbHG) e finanziamenti e garanzie erogate a condizioni di mercato (esclusi dall'ambito di applicazione della norma)³².

Il § 30, Abs. 1, GmbHG, autorizza infine la concessione di assistenza finanziaria anche dopo l'acquisto del controllo. A seguire la formulazione delle norme tedesche e l'interpretazione che la maggioranza della dottrina e della giurisprudenza forniscono delle stesse sembrano individuare la *ratio* della disciplina nella primaria esigenza di evitare elusioni della normativa in tema di conservazione del capitale; solo secondariamente di impedire abusi da parte degli amministratori e dei soci.

obbligazioni assunte con lo scopo dell'acquisizione è parte incidentale di un più ampio obiettivo". Cfr. in proposito PROCTOR, *Financial Assistance: new propose and new perspectives*, in 28 *Company Lawyer*, 2007, p.10 e ss. (per cui l'eccezione copre "qualsiasi garanzia e altro supporto finanziario che la società si propone di fornire per lo scopo dell'operazione").

²⁹ *Ex multis* U. HÜFFER, *Aktiengesetz*, 7a ed., München, 2006, Sub. §71°, Rn. 1 e ss., p. 363 e ss.; S.KALSS e J. OECHSLER, in AA.VV, *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, a cura di B. KROPFF ed altri, 2a ed., 2, München, 2003, Sub. § 71°, Rn. 1 e ss., p. 596 e ss.; M. LUTTER e H.W. WAHLERS, *Der Buyout: Amerikanische Fälle un die Regeln des deutschen Rechts*, in *Die AG*, 1989, p. 1 e ss.

³⁰ Così G. HUECK e L. FASTRICHT, *GmbH-Gesetz*, 18a ed., München, 2006, Sub. § 30, Rn. 9 e ss., p. 436 e ss.; M. LUTHER e P. HOMMELHOFF, *GmbH-Gesetz Kommentar*, 16a ed., Köln, 2004, Sub. § 40 e ss.

³¹ *Ex multis* M. LUTHER e P. HOMMELHOFF, *GmbH-Gesetz*, Cit., Sub. § 30, Rn. 8, 22, pp. 483 e 488.

³² Per tutti A. HEIDINGER, *Kommentar*, Sub. § 30, Rn. 47 e ss., 53 ss., p. 1695 e ss.

Nel diritto inglese, la *Section 151(1)* del *Companies Act* vieta alle *public companies*³³ di concedere finanziamenti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie prima dell'acquisto o contestualmente allo stesso; inoltre, la *Section 151(2)* vieta la concessione di assistenza finanziaria a favore dei soggetti che abbiano assunto obbligazioni per l'acquisto di tali azioni “*con lo scopo di ridurre o estinguere tali obbligazioni*”. Sembrerebbe pertanto illegittima anche la concessione di assistenza finanziaria dopo l'acquisto del controllo³⁴. La *Section 153(2)* prevede però che, l'assistenza finanziaria non è proibita “*se essa è prestata in buona fede nell'interesse della società*” e “*la riduzione o l'estinzione delle obbligazioni assunte con lo scopo dell'acquisizione è parte incidentale di un più ampio obiettivo della società*”³⁵.

La possibilità di concedere assistenza finanziaria è, invece, espressamente ammessa per le *private companies* (a favore sia dei soci, che di terzi) tanto prima dell'acquisto del controllo quanto successivamente, a condizione che sia rispettato il limite delle riserve disponibili e degli utili distribuibili, intervenga l'approvazione dell'assemblea dei soci e gli amministratori dichiarino che la società resterà solvente nei dodici mesi successivi (così le *Sections 155-158* del *Companies Act*, introdotte nel 1981³⁶).

Ciò nonostante, i *buy outs* hanno continuato a riscuotere scarso interesse, quantomeno fino alla metà degli anni novanta, fatta eccezione per alcune operazioni che hanno suscitato fortissimi contrasti nel mercato del *going-private transactions*, inducendo gli organismi di disciplina (ed in particolare il *take over panel*) a dettare opportune regole di comportamento e procedura³⁷.

Anche nella dottrina inglese, in ogni caso, l'opinione prevalente (anche se non indiscussa) ritiene che i limiti alla possibilità di concedere assistenza finanziaria si

³⁴Così C.G.M. LUMMSDEN, *Financial assistance problems in management buy-outs*, in *J. Bus. Law*, 1987, p. 111 e ss., ivi a p.113.

³⁵ La norma inglese solleva, peraltro, il problema di definire tanto la nozione di “*interesse della società*” (*interests of the company*) quanto il concetto di “*più ampio obiettivo*” (*larger purpose*): la disposizione dev'essere applicata con grande cautela secondo R. GREAVES e B.HANNIGAN, *Gratuitous transfers and financial assistance after Brady*, in *Company lawyer*, 1989, p. 135 e ss.

³⁶ Per l'illustrazione dell'attuale disciplina inglese in tema di private companies v. E. FERRAN, *Company Law and corporate finance*, Oxford, 1999, p. 372 e ss.

³⁷ Si vedano WRIGHT, THOMPSON, CHIPLIN, ROBBIE, *Buy-ins and Buy-outs: New Strategies In Corporate Management*, London, 1991.

giustificano principalmente con il rischio di sostanziali “riduzioni del capitale” sociale³⁸.

Ad analoghe conclusioni conduce poi l’analisi delle discipline contemplate da altri importanti ordinamenti europei. Nel diritto francese, l’art. 217-9 della Legge 537 del 1966 stabilisce che una società per azioni non può erogare fondi, concedere prestiti o rilasciare garanzie in vista della sottoscrizione o dell’acquisto di azioni proprie da parte di terzi. La dottrina prevalente indica quale “obiettivo” della norma quello “di assicurare l’effettività e l’intangibilità del capitale sociale, considerato come una delle basi per la protezione degli azionisti e soprattutto dei creditori sociali”³⁹. Per l’S.r.l. analogo divieto è contenuto nell’art. 51 della L. 537 del 1966 come modificato dalla L. 15 del 1988.

Nel diritto spagnolo, l’art. 81, 1° comma, della *Ley de Sociedades anónimas (LSA)* e l’art. 40, 5° comma, della *Ley de Sociedades de responsabilidad Limitada (LSL)*, vietano alle società di concedere prestiti, garanzie e qualsiasi tipo di assistenza finanziaria per l’acquisto di partecipazioni proprie.

Tradizionalmente si osserva che, il divieto risponde ad una ragione concettuale, per la sua relazione con l’acquisto di azioni proprie e l’inclusione all’attivo di crediti relativi a questa acquisizione”⁴⁰.

³⁸ Cfr. E. FERRAN, *Creditors’ interests and “core” company law*, in *Company lawyer*, 1999, p. 314 e ss., ivi a p. 319 ed anche *Corporate transactions and financial assistance: shifting policy perceptions but static law*, in *C.l.j.*, 2004, p. 225 e ss.; C. SHUTKEVER e H. SMITH, *Financial assistance*, in *Company lawyer*, 2004, p. 34 e ss.

Parte minoritaria della dottrina è tuttavia dell’opinione che la *ratio* della disciplina sia tanto di tutelare i creditori quanto di assicurare la parità di trattamento tra i soci, in *Giurisprudenza, Il caso Robert Chaston vs S.W.P. Grope*, Plc 2003, I, BCLC, p. 675, deciso nel 2002 dalla Court of appeal (riportato da J. GRAY, *Court of appeal rules s. 151, Not infringed by loan deferment arrangement*, in *Company lawyer*, 2004, p. 24 e ss.).

³⁹ Così J. PAILLSSEA, H. LAZARSKI, J.J. CASSAIN, P. PEYRAMAURE, *Cession d’enterprise*, 4a ed., Paris, 1999, p. 272 e ss.

⁴⁰ P. ÁVILA NAVARRO, *La sociedad anónima, I, Constitution, Estatuto, Aportaciones, Acciones*, Barcelona, 1997, p. 467 e s. (per un’analisi della disciplina spagnola in tema di assistenza finanziaria e della sua applicazione allo specifico caso dell’lbo v. M.C. FERNANDEZ FERNANDEZ, *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs*, in *Rev. Der. Merc.*, 1999, p. 577).

1.4 Gli articoli 2358 e 2474, seconda parte c.c., nella loro veste attuale a seguito dell'entrata in vigore della "nuova" Direttiva Comunitaria ed i primi commenti

Il nuovo art. 2358 c.c. disciplina le operazioni di assistenza finanziaria effettuate direttamente o indirettamente dalla società per favorire sia l'acquisto di proprie azioni sia la sottoscrizione di nuove azioni emesse a fronte di un aumento del capitale sociale.

La nuova disposizione, quindi, consente alla società sia di concedere un prestito a chi intende acquistare o sottoscrivere le azioni sia di prestare delle garanzie a supporto delle stesse operazioni. Le garanzie, in questo caso, potranno essere prestate o a favore di un finanziatore dell'acquirente o del sottoscrittore oppure a favore di un socio che, alienando le proprie azioni, consente una dilazione di pagamento a fronte della quale gli viene prestata la garanzia della società.

La nuova disciplina, diversamente da quanto ci si potesse attendere, non ha modificato il divieto per la società di accettare azioni proprie in garanzia, ribadito testualmente al settimo comma dell'art. 2358 c.c..

Infatti, come nella precedente versione dell'art. 2358 c.c., resta fermo il divieto per la società di accettare azioni proprie in garanzie, anche per interposta persona o attraverso lo schermo di una società fiduciaria.

La relazione ministeriale affermava, infatti, sul punto che da un'eventuale modifica in senso permissivo non sarebbero derivati sostanziali vantaggi in ordine alla finalità di favorire cambiamenti della struttura proprietaria, alla quale sono preordinate le semplificazioni secondo il disposto del quinto considerando della Direttiva⁴¹.

Tuttavia, il divieto di cui al comma 2° dell'art. 2358 c.c. nella precedente versione era sinergico al primo: eliminava in radice la possibilità che il socio potesse ottenere successivamente, nella forma di un prestito garantito dalle azioni acquistate, quel finanziamento all'acquisto che il comma 1° gli escludeva⁴².

⁴¹ *Contra* L. STAROLA, *Acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Guida al Diritto*, 2008, p. 2658.

⁴² Così F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1983, p.182 e ss.

Ma venuto meno con la dir. 2006/68/CE il divieto di assistenza finanziaria, viene meno anche la sinergia tra i due divieti; e dal momento che l'art. 24 II dir. soc. equipara l'accettazione in garanzia da parte della società delle proprie azioni (sia direttamente che tramite un interposto) agli acquisti di cui all'art. 19 della II dir. stessa, il Legislatore Italiano avrebbe potuto consentire l'accettazione di azioni proprie in garanzia con gli stessi limiti e alle stesse condizioni dell'acquisto di azioni proprie⁴³.

Diversamente, relativamente alla possibilità per la società di prestare assistenza finanziaria ai propri dipendenti o a quelli di società controllanti o controllate⁴⁴ per l'acquisto di proprie azioni va segnalato che l'ottavo comma dell'articolo in commento specifica che, alle operazioni di assistenza finanziaria effettuate a favore di tali soggetti, non si applicano le disposizioni previste per l'assistenza finanziaria "ordinaria" se non quella relativa ai limiti quantitativi dell'importo massimo utilizzabile a tale scopo previsti dal sesto comma dell'art. 2358 c.c. (utili distribuibili e riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato).

In pratica, le due operazioni possono combinarsi: la società può anticipare ai dipendenti il controvalore dell'acquisto o della sottoscrizione e, a garanzia del credito, trattenere le azioni in pegno. Questione delicata potrebbe porsi quando tra i beneficiari del programma di diffusione delle azioni tra il personale figurino anche gli amministratori che siano al tempo stesso dipendenti e il direttore generale, nonché dipendenti, direttore generale e sindaci di altra società del gruppo. In questo caso occorre comprendere se considerare preminente la qualità di dipendente – a parità di

⁴³ Così G. BORTOLUZZI, *La disciplina dell'assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie e la loro accettazione in garanzia*, in *Operazioni sulle azioni proprie alla luce della nuova legge di attuazione della modifica della seconda Direttiva CEE*, Seminario di studio del 20 febbraio 2009 presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, p. 20 e ss., il quale prende analiticamente in considerazione gli interessi di natura patrimoniale ed extrapatrimoniale che il divieto di accettazione di azioni proprie in garanzia tutela e giunge alla conclusione che la soluzione adottata dal legislatore con l'art. 2358 è sproporzionata rispetto agli interessi da tutelare.

⁴⁴ M.S. SPOLIDORO, op. cit., p. 75, sul punto, ritiene legittima anche un'interpretazione estensiva che permetta l'applicazione della deroga anche ai dipendenti delle società sottoposte a comune controllo, ossia a tutti i dipendenti di tutte le società di un medesimo gruppo. Nello stesso senso F. CARBONETTI, op. cit., p. 189.

condizioni con gli altri appartenenti alla medesima classe⁴⁵ – o invece considerare preminente il conflitto d'interesse in cui versa chi svolge funzioni gestorie⁴⁶.

Resta comunque fermo il rispetto dei limiti previsti dall'art. 2358 c.c.: dovranno quindi essere utilizzate somme o fornite garanzie che non eccedano gli utili distribuibili e le riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato, tenuto conto anche delle altre operazioni di assistenza finanziaria eseguite e delle azioni proprie acquistate in precedenza e la società dovrà costituire una riserva indisponibile di pari valore.

La norma è evidentemente volta alla salvaguardia dell'integrità del capitale sociale⁴⁷, ma di questo aspetto si darà ampio spazio nel prosieguo della presente ricerca.

Di fronte ad una simile ricostruzione storica e comparatistica, alcuni autorevoli studiosi italiani considerano, dunque, *“più aderente alla realtà rifarsi alla ragione che storicamente ha determinato (sia nella disciplina italiana, sia in quella di altri paesi) la positiva introduzione del divieto che per lungo tempo la dottrina ha considerato decisiva: scopo preciso del divieto”* – si ribadisce – *“è di tutelare l'integrità del capitale sociale, in funzione protettiva degli interessi dei creditori”*⁴⁸.

Tuttavia, per quanto sia da assegnare rilievo all'argomento storico e comparatistico, appare altrettanto importante procedere ad un inquadramento sistematico ed evolutivo della norma nel contesto della disciplina di diritto positivo italiano e comunitario⁴⁹.

⁴⁵ Così F. CARBONETTI, op.cit.

⁴⁶ Così G. BORTOLUZZI, op. cit., il quale osserva che nel caso l'assistenza finanziaria sia effettuata a favore di un singolo amministratore dipendente debbano trovare applicazione le cautele previste dal nuovo art. 2358; nel caso invece l'offerta del prestito per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie si rivolga a parità di condizioni alla generalità dei dipendenti, non sembrano sussistere ragioni per escludere il prestito all'amministratore dipendente dalla disciplina di favore prevista dal comma 8 dell'art. 2358 c.c.

⁴⁷ ANNARATONE, *Commento all'art. 2358. Altre operazioni su azioni proprie*, in *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima e delle altre operazioni su azioni proprie*, a cura di DE LUCA, in *Nuove leggi cic. Comm.*, 2009, p. 454.

⁴⁸ Così con generale riferimento all'art. 2358 c.c., G.B. PORTALE – A.A. DOLMETTA, *Divieto di accettare azioni o quote proprie in garanzia e casse di risparmio riformate*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1989, I, p. 701 ss., ivi a p.705 ss.

⁴⁹ Un percorso interpretativo analogo è svolto, nella letteratura tedesca da U. SCHROEDER, *Finanzielle*, cit. p.62 ss., 105 ss., il quale, dopo aver ampiamente esaminato l'origine storica del divieto contenuto nelle legislazioni Comunitaria e tedesca, procede a collocare la norma del § 71° AktG, in particolare nel contesto sistematico della disciplina del diritto societario

Dal primo punto di vista (la disciplina italiana), una serie di disposizioni dell'Ordinamento del nostro Paese mirano, in particolare, a promuovere (quantomeno per le società quotate) *“l'efficienza del mercato del controllo societario”* (il riferimento è soprattutto all'art. 91 del T.U.F.) e ad impedire operazioni di acquisizioni del controllo che avvengano in violazione dei principi e delle norme diretti a reprimere i conflitti di interessi di amministratori e soci [esplicito appare, proprio nell'ambito della legislazione in tema di acquisto del controllo societario, l'art. 104 T.U.F., con riguardo sia alla posizione degli amministratori⁵⁰ ed all'art. 9, 2° comma (*“l'organo di amministrazione della società emittente è tenuto ad ottenere l'autorizzazione preventiva dell'assemblea generale degli azionisti [...] prima d'intraprendere qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, ad eccezione della ricerca di altre offerte”*)], sia quella dei soci, soprattutto ove la norma venga interpretata nel senso che l'offerente deve astenersi dal voto in assemblea sull'adozione delle misure difensive]. Più in generale, gli artt. 92 e 132 T.U.F. disciplinano il principio di parità di trattamento dei soci, con precise ricadute interpretative – si dovrebbe sostenere (a prescindere dal riconoscimento del medesimo principio sulla base di altre norme di diritto positivo) – anche per la normativa delle società non quotate.

A livello di legislazione Comunitaria, la recente Direttiva 2006/68/CE del 6 settembre 2006 – che riforma incisivamente, tra l'altro, lo stesso art. 23, 1° comma, della Seconda Direttiva – riconosce (come si vedrà più in dettaglio nel prosieguo del presente lavoro) che l'obiettivo della medesima Direttiva è quella *“di tutelare gli interessi sia degli azionisti sia dei terzi”* nonché di *“rafforzare la flessibilità”* della concessione di tale assistenza *“con riguardo ai cambiamenti nella struttura proprietaria”*⁵¹.

(facendo riferimento alle norme che assicurano la parità di trattamento degli azionisti, alle norme in tema di attività di direzione e coordinamento di società etc.).

⁵⁰ In realtà anche la disciplina Comunitaria risulta orientata nello stesso senso: v. la Direttiva 2004/25/CE del Parlamento e del Consiglio Europeo del 21 aprile 2004 in tema di offerte pubbliche di acquisto, al “considerando” n. 18 (*“per evitare atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta, è necessario limitare i poteri dell'organo di amministrazione della società emittente in ordine al compimento di atti e operazioni di carattere straordinario”*).

⁵¹ Così il quinto considerando, ma ancora più esplicita era la proposta di modifica della seconda Direttiva UE (*“Proposta per una Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio*

A sua volta, la *draft directive* era animata dall'intento di consentire alle società "di reagire più rapidamente e secondo una procedura meno costosa e meno lunga agli sviluppi del mercato per loro rilevanti" e promuovere così "l'efficienza e la competitività delle imprese senza ridurre le tutele di cui beneficiano gli azionisti e i creditori"⁵².

La dimostrazione che, nelle intenzioni dell'attuale legislatore comunitario gli interessi rilevanti non sono esclusivamente quelli dei creditori, risulta, inoltre, dal fatto che la versione dell'art. 23 contenuta nella Direttiva condiziona la concessione di assistenza finanziaria all'autorizzazione preliminare dell'assemblea generale.

Se, pertanto, si procede alla ricerca della *ratio* del divieto di assistenza finanziaria, oltre che in una prospettiva storica e comparatistica, anche in un contesto sistematico e di evoluzione della disciplina, sembra preferibile concludere nel senso che i divieti allo stato non hanno, come sembrerebbe, una finalità univoca, bensì molteplici scopi, comunque individuati (la tutela dell'integrità del capitale sociale, il rafforzamento del divieto per gli amministratori di agire in conflitto di interessi e del principio di parità di trattamento dei soci⁵³).

modificativa della Direttiva del Consiglio 77/91/CEE, relativa alla formazione di società a responsabilità limitata aperte al pubblico e al mantenimento e alla modifica del loro capitale" del 29 ottobre 2004, c.d. "*draft directive*", reperibile sul sito internet www.europa.eu), la quale stabiliva che "l'obiettivo generale della direttiva" è, oltre, che "di fissare le condizioni per assicurare la salvaguardia del capitale della società nell'interesse dei creditori", di "tutelare gli azionisti di minoranza" mediante la "riaffermazione del principio della parità di trattamento degli azionisti che si trovano in condizioni identiche".

⁵² Così i punti 1.1; 1.5. e 2.3. ("*motivazione e obiettivi della proposta*"; "*coerenza con altre politiche*"; "*valutazione d'impatto*") ed il secondo considerando della *draft directive*.

⁵³ D'altra parte, se si guarda ad importanti operazioni di acquisizione realizzate in Italia negli ultimi anni (puntualmente registrate anche dalla cronaca finanziaria) è difficile negare che in molteplici occasioni le risorse patrimoniali della società sono state utilizzate per favorire scalate (Ibos, o.p.a.) da parte di azionisti o terzi in posizioni vicine ad amministratori o soci che agivano in conflitto d'interessi.

Se pertanto – come hanno autorevolmente suggerito G.B. PORTALE e A.A. DOLMETTA, *Divieto*, cit., p. 707 e ss. (i quali peraltro scrivevano prima dell'entrata in vigore della disciplina sull'o.p.a. e del t.u.f.), "*in sede di individuazione della ratio dei divieti è da attribuire rilevanza anche all'esperienza storica che il paese ha maturato*", non appare fuori luogo una lettura "attualizzata" degli stessi, anche alla luce dei più recenti accadimenti.

CAPITOLO II

IL FENOMENO ED I SUOI PROBLEMI

Dal divieto di assistenza finanziaria al riconoscimento della possibilità di assistere (o garantire) finanziariamente i terzi – o i soci – intenzionati ad acquistare partecipazioni con il limite che è previsto per le società aperte (il c.d. divieto condizionato).

2.1 Introduzione

La disciplina dell'assistenza finanziaria nelle società di capitali ha avuto una sua graduale evoluzione che l'ha contraddistinta, agli inizi, per un totale divieto verso il riconoscimento di un'assistenza dei soci e/o dei terzi in sede di acquisto di partecipazioni sociali della società finanziatrice ed oggi per una maggiore apertura (ma condizionata) verso la concessione dell'assistenza finanziaria, che risponde ad una pletera d'interessi da tutelare, come è occorso in passato per l'acquisto di azioni proprie anch'esse sottoposte a particolari limitazioni⁵⁴.

In origine, il divieto di assistenza finanziaria è stato introdotto in ambito comunitario⁵⁵ sulla base dell'influenza della tradizione inglese in materia, nella quale peraltro, detto divieto, era volto ad evitare pratiche scorrette in ambito societario (tipicamente in materia di offerte pubbliche di acquisto) piuttosto che a tutelare specificatamente il capitale sociale⁵⁶.

Infatti, il divieto di assistenza finanziaria è stato codificato nella II Direttiva Comunitaria all'art. 23, tra le norme in materia di azioni proprie, come

⁵⁴ S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, in *La seconda Direttiva in materia societaria*, Milano, 1984, p. 440, e G.F. CAMPOBASSO, *Acquisto di azioni proprie*, in *AA. VV.*, p. 467.

⁵⁵ Per la disciplina negli USA e in Australia v. FERRAN, *Simplification of European Company Law on Financial Assistance*, in *European Business Organization Law Review*, 2005, p. 94, nt. 2.

⁵⁶ WIMEERSCH, *Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance To Acquire Shares of the Company*.

strumento per la protezione indiretta del capitale sociale⁵⁷, questo spiega come la recente modifica dell'art. 23 II dir. soc., s'inserisca nell'ambito del più generale dibattito concernente la necessità ed utilità del sistema di capitale sociale nelle società di capitali, che stava alla base della precedente disciplina della II Direttiva Comunitaria, oggetto nell'ultimo ventennio di forte critica⁵⁸.

La modifica dell'art. 23 della II Direttiva si colloca nel più ampio filone degli studi che hanno concluso per l'opportunità dell'eliminazione o quanto meno dell'allentamento del divieto di assistenza finanziaria⁵⁹ e risulta coerente con il dibattito sulla riforma societaria nel Regno Unito, dove la proposta di eliminare completamente il divieto di assistenza finanziaria per le *private companies* (c.d. *whitewash procedure*: secc. 115-158 *Companies Act* 1985), è seguita l'effettiva eliminazione del divieto con il *Companies Act* del 2006 (il divieto è stato eliminato – compresa la *whitewash procedure* – dal *Companies Act* del 2006 a decorrere dal 1° ottobre per le sole *private companies* e dal 1° ottobre 2009 anche per le *public companies*).

La disciplina in tema di divieto di assistenza finanziaria risulta, da un lato, applicazione specifica di generali normative di diritto societario (in tema di divieto di agire in conflitto di interessi degli amministratori che propongono all'assemblea dei soci l'assistenza verso un possibile "amico" dell'amministratore, parità di trattamento dei soci, è evidente il vantaggio per un socio – assistito – piuttosto che un altro in sede di acquisto di azioni) orientate a favorire la possibilità di perseguimento per i soci del massimo profitto, dall'altro, espressione di un limite a tale possibilità di massimizzazione del profitto, a tutela dell'interesse dei soci e dei creditori. Non

⁵⁷ Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria nella precedente versione dell'art. 23, oltre che S. FORTUNATO, op. cit., p. 427 e ss.; sulla *ratio* dell'art. 2358 c.c., v. F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1983, p. 182 e ss.; V. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle proprie azioni*, in *Trattato*, Colombo-Portale, 1991, 2* I, p. 471 e ss.; P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Milano, 1991, p. 61; SALAFIA, *Configurabilità degli elementi previsti nell'art. 2358*, in *Società*, 2003, p. 683.

⁵⁸ DENOZZA, *Il capitale sociale tra efficienza economica ed equità distributiva*, in *La società per azioni di oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, in *Atti del convegno internazionale degli studi*, Venezia 10-11 novembre 2000, I, Milano, 2007, p. 563.

⁵⁹ FERRAN, op. cit. 2005, p. 94; CHEFFINS, *Company Law Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997, p. 228 e ss.; ENRIQUE e MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: the Case Against The European Legal Capital Rules*, in *86 Cornell L. Rev.*, 2001, pp. 1165-1198; RICKFORD, *Reforming Capital; Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, in *15 European Business Review*, 2004, pp. 919-945.

sembrano pertanto porsi, nel caso di specie, problemi interpretativi diversi da quelli che sussistono in tutti i casi in cui si deve fare applicazione di una disciplina (com'è in generale, per buona parte della normativa, di diritto societario) che consente ai soci di massimizzare il proprio profitto, compatibilmente con i limiti imposti da specifiche norme di diritto societario, a tutela degli interessi dei creditori o dei soci di minoranza. In coerenza con la previsione della Direttiva il nuovo art. 2358 c.c. consente alla società di utilizzare i mezzi propri per modificare l'assetto di potere all'interno della stessa, pur nel rispetto di cautele volte a salvaguardare l'integrità del capitale sociale ed ad impedire abusi da parte degli amministratori⁶⁰.

Le ragioni della scelta favorevole ad un più incisivo "rilassamento"⁶¹ del rigore normativo del divieto di assistenza finanziaria vengono individuate in sede di valutazione comparativa degli interessi coinvolti: se, da un lato, si ammette che la proibizione risulta funzionale alla tutela di diversi interessi di diritto societario, dall'altro si sostiene che la stessa pregiudica interessi di diritto dei mercati finanziari altrettanto meritevoli di protezione: la norma – si afferma – "*ostacola operazioni legittime ed economicamente vantaggiose*"⁶² e più precisamente, "*opera come una barriera per i lbo e produce di conseguenza un effetto negativo sul mercato del controllo societario*"⁶³.

⁶⁰ "Il fatto che l'assistenza finanziaria concessa da una società non sia pregiudizievole per la stessa non rende tale assistenza legittima" (C. ANGELICI, citato da A.VICARI, in *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, p. 39, nt. 69, Milano, 2006).

⁶¹ Cfr. E. FERRAN, *Creditors' interests and "core" company law*, in *Company lawyer*, 1999, p. 314 ss, EAD., *Corporate transactions and financial assistance: shifting policy perceptions but static law*, in C.I.J., 2004, p. 225 nonché C. SHUTKEVER-H. SMITH, *Financial*, cit., p. 34; H-J DE KLUIVER, *Towards a simpler and more flexible law of private companies – A new approach and the Dutch experience*, in ECFR, 2006, p.45 ss. ivi a p. 66 (ove riferimenti, tra l'altro, al "report" del gruppo di esperti presieduto dall'A. nominato dal governo d'Olanda nel 2003 per lo studio della revisione della disciplina delle società chiuse di diritto olandese).

⁶² Così E. FERRAN, *Simplification*, cit. p. 94, EAD., *Corporate*, cit. p. 225; J. ARMOUR, *Share*, cit. p. 374 ss.; *Shareholders versus managers: the strain in the corporate web*, 85, Mich I. rev. (1986), ivi a p.86 ss.

⁶³ Così sempre E. FERRAN, *Simplification*, cit. p. 94, nota 3, nel riportare, tra l'altro, l'opinione di L. ENRIQUES – J.R. MACEY, *Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules*, 86, Cornell I. rev. 1165 (2001), ivi a pag. 1196 e s., pubblicato in italiano con integrazioni con il titolo *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori. Una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in Riv. Soc., 2002, I, p.78 ss. ivi a p.112: "*i dubbi che questa disposizione (art. 2358 c.c.) solleva sulla liceità dei*

2.2 Le tesi sulla “ratio” del divieto di assistenza finanziaria

La *ratio* del previgente divieto di assistenza finanziaria ha coinvolto, nel passato, numerosi studiosi della materia, che possono collocarsi in tre grandi distinti orientamenti di pensiero.

Il primo orientamento dottrinario c.d. “tradizionale” e maggiormente consolidato, ha evidenziato che la vera *ratio* del divieto in esame consista nella tutela del capitale sociale, pertanto, a parere degli autori che fanno parte del suddetto orientamento, lo scopo primario del divieto consiste nell’evitare la distribuzione preventiva ai soci del capitale, che riduce il patrimonio netto al di sotto del capitale sociale e delle riserve indisponibili, come testimoniato anche dalla rilevanza della relazione degli amministratori con riferimento all’aspetto giuridico e ed economico dell’operazione in esame (“*solvency test*”).

Il divieto in questione, secondo la ricostruzione della dottrina tradizionale, era funzionale all’esigenza di tutelare l’integrità del capitale sociale nonché all’obiettivo di evitare che le risorse economiche della società “*fossero distratte a fini diversi da quello produttivo e a vantaggio di interessi individuali, desiderosi di acquisire od accrescere un partecipazione alla società*”, cercando pertanto di evitare che il denaro di tutti fosse impiegato per finanziare la scalata di qualcuno e distratto dal fine sociale⁶⁴. Conseguentemente, la *ratio* di tale divieto veniva, a seconda delle ricostruzioni⁶⁵, individuata nella tutela dell’integrità del capitale sociale che, a seguito dell’assistenza finanziaria, risulterebbe, di fatto, coperto da titoli della stessa società⁶⁶ e nell’obiettivo di evitare che le risorse della società fossero destinate a

*lbo*s hanno un effetto negativo sulla vitalità del controllo societario” e più estesamente, di J.C. COFFEE.

⁶⁴ *Ex multis*, F. D’ALESSANDRO, *Rapporti di scambio tra una società ed i suoi azionisti e divieto di assistenza finanziaria per l’acquisto delle proprie azioni, parere pro veritate*, in *Contr. Imp.*, 1993, 1020. Sul connesso tema dei compiti di gestione dell’impresa e di amministrazione della società in capo agli amministratori post riforma del diritto societario si veda SANDULLI, *Sub. Art. 2380 bis c.c.*, in *Commentario Sandulli-Santoro*, Torino, Giappichelli, 2003, p. 397.

⁶⁵ Per le quali si rinvia a VANONI, *Sottoscrizione di proprie azioni. Altre operazioni*, in G.F. CAMPOBASSO, a cura di, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 433 e s.

⁶⁶ G.B. PORTALE e A.A. DOLMETTA, *Divieto di accettare azioni o quote proprie in garanzia e casse di risparmio riformate*, in *Banca, borsa e tit. di credito*, 1989, I, p. 706 e s.

vantaggio degli interessi dei soggetti finanziati ovvero garantiti, distraendole dall'attività sociale o dalla distribuzione in favore dei soci, consento contestualmente agli amministratori di condizionare i mutamenti alla compagine sociale finalizzati (presumibilmente) ad accrescere la loro posizione di potere all'interno della società⁶⁷.

Tuttavia, contrariamente a quanto assunto nel suddetto orientamento, molti autori hanno rilevato che il divieto assoluto alla prestazione di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie previsto dal precedente testo dell'art. 23 della II Direttiva costituiva un ingiustificato ostacolo alla realizzazione di operazioni economicamente vantaggiose per la società e di certo non pericolose per l'integrità del patrimonio sociale; in particolare si osservava che tale divieto poneva un limite eccessivamente stringente alle operazioni di *Merger Leverage Buy Out*, ostacolandone o rendendone difficoltosa l'attuazione anche qualora queste potessero incrementare il valore della società⁶⁸.

Il novellato testo dell'art. 23 della II Direttiva in materia societaria 77/91/CE concede oggi agli stati membri la facoltà di permettere alle società per azioni “*di anticipare fondi, accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisizione delle sue azioni da parte di un terzo*”. Il Legislatore Italiano in esecuzione di quanto concesso a livello comunitario, ha esercitato la facoltà di cui al nuovo art. 23 della II Direttiva ed ha per l'appunto proceduto alla modifica dell'art. 2358 c.c.

⁶⁷ F. D'ALESSANDRO, *Rapporti di scambio tra le società e i suoi azionisti e divieto di assistenza finanziaria per l'acquisto di proprie azioni*, in *Contr. Imp.*, 1993, p. 1020, il quale segnala come il divieto sia posto per evitare che con il denaro di tutti venga finanziata la scalata della società. Sul punto anche M. BIONE, *Sub. Art. 2358 c.c.*, in *Società di capitali*, a cura di NICCOLINI e STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, Jovenne, 2004, p. 386, il quale evidenzia come attraverso la concessione di assistenza finanziaria, gli amministratori potrebbero facilmente influire sulla formazione della volontà assembleare avendo favorito l'ingresso in società di terzi compiacenti o, comunque influenzabili.

⁶⁸ ARMOUR, *Share Capital and Creditor Protection: Efficient Rules for a Modern Corporate Rules*, in *63 Modern Law Review*, 2000, p. 368 e ss.; FERRAN, *Corporate transactions and financial assistance: shifting policy reception but static law*, in *Cambridge law journal*, 2005, p. 225 e s.; EAD, *Private Equity – Backed Leveraged Buyout Activity in Europe*, in *La società per azioni oggi*, a cura di P. BALZARINI, G. CARCANO, M. VENTORUZZO, Milano, 2007, p. 776 e ss.; DAVIES, *Gower and Davies' principles of modern company law*, London, 2008, p. 341; RICKERFORD (Ed.), *Reforming Capital. Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, in *EBLR*, 2004, p. 945; ENRIQUES e MACEY, *Raccolta di capitali di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 90 e s.

A tal proposito, giova puntualizzare che altri Legislatori comunitari non hanno utilizzato la facoltà concessa dalla norma Comunitaria di consentire la prestazione di assistenza finanziaria: le previsioni dell'art. 23 della citata Direttiva non hanno trovato recepimento, ad esempio in Germania, Francia, Regno Unito e Spagna.

Autorevole dottrina (secondo orientamento ma affine al primo, in quanto teso alla salvaguardia di rischi patrimoniali), per converso, ha sostenuto che la *ratio* del previgente divieto assoluto alla prestazione di assistenza finanziaria andava diversamente ricercata “*nella tutela del patrimonio sociale, cioè nella volontà legislativa non solo di tutelare l'integrità del capitale sociale, bensì di impedire un'erosione ancorché potenziale di qualsiasi elemento patrimoniale della società*”⁶⁹.

Di diverso avviso altra parte della dottrina (terzo orientamento) ha ritenuto come l'assolutezza del divieto imposto dalla previgente formulazione dell'art. 2358 c.c. dovesse essere ricondotta non tanto ai rischi di ordine patrimoniale quanto “*ai pericoli che dall'operazione possono derivare riguardo all'assetto di potere interno alla società*”⁷⁰.

A fondamento dell'opportunità di mantenere fermo il divieto dell'assistenza finanziaria, gli autori dell' orientamento per ultimo citato hanno fatto perno sull'applicazione del principio di parità di trattamento di soci; la società – si afferma – “*deve restare neutrale rispetto alle vicende della propria compagine sociale, proprio perché vincolata a perseguire l'interesse di tutti, non può intervenire a vantaggio di alcuni*”, in questo senso la disciplina mirerebbe ad evitare che le risorse della società, le quali dovrebbero essere utilizzate per l'esercizio, nel comune interesse di tutti i soci e, indirettamente anche in quello dei terzi, nell'attività costituente l'oggetto sociale “*siano invece distratte a fini diversi da quello produttivo*

⁶⁹ Così P. MONTALENTI, *Il Leveraged Buy Out*, Milano, 1991, p. 61 e ss., ed in tale senso anche G.B. PORTALE, *Gruppi e capitale sociale*, in *I Gruppi di società*, a cura di P. BALZARINI, G. CARCANO, G. MUCCIARELLI, vol. 3, Milano, 1996, p. 1854. Significativa a riguardo la previsione della section 677 del Companies Act (2006) ai sensi del quale sono vietate (per le *public companies*) le operazioni di assistenza finanziaria che, seppur non comprese tra quelle espressamente indicate dalla stessa section 677, hanno l'effetto di ridurre in modo significativo il patrimonio netto (*net assets*) della società.

⁷⁰ Cfr., per tutti, C. ANGELICI, *Operazioni sulle proprie azioni e tutela del capitale sociale*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. RESCIGNO, Vol.16, Tomo II, Torino, 1986, p. 352, da cui il virgolettato.

e a vantaggio di interessi individuali di alcuni soci desiderosi di accrescere la partecipazione nella società”⁷¹.

Infine, altra parte della dottrina⁷² (quarto orientamento) ha sostenuto che la norma in commento, stabilisce, espressamente che sia “la società” – le cui azioni sono oggetto di negoziati di acquisto – a doversi astenere da concessioni idonee a favorire chicchessia nell’acquisto di azioni sociali”.

Conseguentemente, le ragioni del divieto di cui all’art. 2358 c.c. non risiedono in un danno temuto per il patrimonio o il capitale della società (questo spiega l’irrelevanza del momento quantitativo), bensì in un’esigenza di correttezza dell’azione di quest’ultima, essendo inaccettabile che la stessa abbia a partecipare, in qualsiasi modo, ad operazioni relative al mercato delle azioni sociali, a favore o contro gli operatori che su tale mercato devono operare con la sicurezza che la società vi resterà estranea, con rigoroso rispetto del principio della identità di trattamento dovuta a tutti gli azionisti e parimenti a chi aspirava a diventare tale.

Alcuni autori, invece, hanno affermato, contrariamente a quanto fin qui sostenuto relativamente alla *ratio* del divieto (dai precedenti quattro orientamenti), la legittimità dell’assistenza finanziaria concessa nel limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili già nel vigore della precedente formulazione dell’art. 23 della II direttiva, proponendo l’applicazione analogica del limite previsto per l’acquisto di azioni proprie⁷³.

⁷¹ Così F. D’ALESSANDRO, *Rapporti di scambio tra una società ed i suoi azionisti e divieto di assistenza finanziaria per l’acquisto delle proprie azioni*, in *Contr. e Imp.*, 1993, p. 1019.

⁷² Così P. SCHELESINGER, *Merger leveraged buyout e riforma societaria*, in *Corriere Giuridico* n.61, 2003, p. 705.

⁷³ In Italia, si veda A.A. DOLMETTA, *Il merger leveraged buyout nella legge delega n. 266/2001: la target da S.p.a. ad S.r.l.*, in *Corr. Giur.*, 2002, p. 241 e ss., il quale sembrava ammettere tale possibilità esclusivamente per le S.r.l., non soggetta alla II direttiva. Tuttavia detta interpretazione, nonostante il pregio delle argomentazioni esposte a suo favore, non poteva tuttavia essere accolta stante l’assolutezza del divieto posto dall’art. 23 della II direttiva: in questo senso S. FORTUNATO, *Anticipazioni e prestiti o garanzie per l’acquisto di azioni proprie*, in *La II Direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. BUTTARO e A. PATRONI GRIFFI, Milano, 1984, p. 433 e s., e più recentemente A. VICARI, *L’assistenza finanziaria per l’acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006, p. 40 e s., pur non escludendo che al risultato prefigurato dalla dottrina anzi riportata si potesse giungere interpretando la (previgente) disposizione dell’art. 2358 c.c. alla luce della Direttiva 2006/68/CE.

Anteriormente l'entrata in vigore della recente novella Comunitaria, si sollevavano dubbi sulle ragioni del perché si disciplinasse in maniera più severa la fattispecie in astratto meno pericolosa (assistenza finanziaria) e in modo meno stringente si regolasse l'acquisto delle azioni proprie. Come ha osservato sul punto il Prof. Colombo⁷⁴, *“se entro certi limiti, e con l'impiego di riserve disponibili, è consentito alla società acquistare azioni proprie – cioè far uscire somme “a titolo definitivo” (presso pagato per comprare le azioni) dal proprio patrimonio - , non si capisce perché entro gli stessi limiti non dovrebbe esserle consentito far uscire quelle stesse somme “a titolo provvisorio” (cioè con diritto alla restituzione), solo perché c'è il rischio che poi, in mancanza di restituzione, la società debba ricevere (in via satisfattiva) azioni proprie”*.

Ed ancora, prima dell'emanazione della Direttiva 2006/68/CE, parte della dottrina riteneva che la giustificazione del divieto assoluto posto dall'art. 2358 c.c. fosse da ricercare nella circostanza che, a seguito della prestazione di assistenza finanziaria, il capitale è, di fatto, coperto da azioni proprie, potendo accadere, in caso di dissesto dell'assistito, che la società sia costretta a farsi assegnare le azioni proprie da quest'ultimo possedute⁷⁵.

Tuttavia, anche detto argomento non pare essere risolutivo in un verso della problematica, in quanto l'assegnazione in via satisfattiva delle azioni in favore della società nella ipotesi d'inadempimento dell'assistito, è soltanto eventuale, giacché la società può subire il concorso degli altri creditori, per di più il debitore potrebbe nel frattempo aver ceduto le azioni acquisite.

Inoltre, l'acquisto delle azioni proprie è contrario alla legge quando queste ultime sono non interamente liberate (art. 2357 primo comma, c.c.), detto divieto non ricorre nel caso in cui l'acquisto delle azioni avviene in *“occasione di esecuzione forzata per il soddisfacimento di un credito della società, ma sempre che si tratti di azioni interamente liberate”* (art. 2357 bis, comma 1, n. 4, c.c.)⁷⁶.

⁷⁴ Appunti delle lezioni del corso di diritto commerciale - Corso progredito, a. a. 2007-2008.

⁷⁵ N. ABRIANI, *Le operazioni sulle azioni proprie e della società controllante*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, vol. 4, Padova, 2010, p. 425.

⁷⁶ Cfr. LUTTER e DRYGALA, *Kolner Kommentar zum Aktiengesetz Band 1*, Tl.1, §§ 67-75, Koln-Munchen, 2009, § 71e, Rdn 19, p. 409; OECHSLER, *Die Anderung der Kapitalrichtlinie un der Rucherwerb eigener Aktien*, in *ZHR*, 2006, p. 87; per un cenno

A tal riguardo, giova precisare che, anteriormente alla novella Comunitaria il divieto dell'assistenza finanziaria era sospeso nella sola circostanza in cui lo stesso finanziamento, sempre nei limiti degli utili e delle riserve disponibili, fosse concesso all'acquisto di azioni da parte del personale della società o di una società collegata a quest'ultima.

Il legislatore mediante la previsione dell'art. 23, paragrafo 1, sub paragrafo 4 (recepita dall'art. 2358, comma 6° c.c.) ha eliminato le incongruenze evidenziate dalla dottrina, prevedendo un uniforme limite quantitativo per l'acquisto di azioni proprie e per la prestazione di assistenza finanziaria. Di conseguenza, le coincidenti disposizioni dell'art. 2357, comma 1°, c.c. e dell'art. 2358, comma 6°, c.c., condividono la medesima *ratio*, in quanto entrambe sono dirette a impedire che le operazioni compiute dalla società sulle proprie azioni intacchino l'integrità del capitale sociale e della altre poste indisponibili del netto⁷⁷.

Tuttavia, pur partendo dall'assunto che la *ratio* giustificatrice delle suddette operazioni societarie sia la medesima, occorre precisare che l'incidenza del limite quantitativo degli utili distribuibili e delle riserve disponibili assume una portata perfettamente non coincidente. In quanto nell'un caso, quello dell'acquisto delle azioni proprie, secondo l'orientamento della dottrina tradizionale⁷⁸ l'acquisto delle azioni proprie determina la diminuzione del patrimonio sociale mediante la restituzione di aliquote del medesimo ai soci e quindi il limite è volto ad evitare una lesione diretta ed immediata dell'integrità del capitale sociale; mentre nell'altro caso, quello dell'assistenza finanziaria, non s'incorre in una effettiva diminuzione del patrimonio sociale, in quanto all'uscita di risorse finanziarie destinate al terzo corrisponde dunque l'iscrizione di un credito di pari importo, pertanto il limite imposto dall'art. 2358, comma 6°, c.c. ha la finalità di prevenire un pericolo presunto,

anche MIOLA, secondo il quale nell'assistenza finanziaria non può ravvisarsi necessariamente un'ipotesi di acquisto indiretto di azioni proprie.

⁷⁷ Posizione condivisa in dottrina dai primi commentatori dell'art. 2358 c.c., ad es. M.S. SPOLIDORO, op. cit.; FURGIUELE, *Operazioni sulle proprie azioni e riorganizzazioni dell'investimento*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di FERRI JR. e STELLA RICHTER, Milano, 2010, p. 147; DEMURO, *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di proprie azioni*, in *Giur. Comm.*, 2010, I, p. 240; TEDESCHINI e SACCO GINEVRI, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura e dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, ivi, 2009, I, p. 70.

⁷⁸ Per tutti G. E. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, 7*, Torino, 1994, p. 309 e ss.

consistente non nell'impedire una lesione del capitale sociale e delle riserve indisponibili conseguente all'ingresso nel patrimonio sociale di azioni proprie, ma di evitare che le perdite eventualmente rilevate qualora il terzo non adempia l'obbligo di restituzione delle somme prestate ed il tentativo di recuperarle sia infruttuoso, incidano sull'integrità delle voci del netto vincolate a tutela dei creditori sociali.

In ragione di quanto si qui esposto, dunque, occorre ritenere che il limite quantitativo *ex art. 2358, comma 6°*, c.c., seppur certamente diretto anche a tutelare l'integrità del capitale sociale in caso di eventuale assegnazione di azioni proprie in via soddisfattiva da parte del debitore garantito, sia soprattutto destinato a fronteggiare il rischio che le eventuali perdite rilevate qualora il terzo non adempia l'obbligo di restituzione delle somme prestate incidano sulle poste del netto vincolate a tutela dei creditori. La previsione delle specifiche cautele di cui all'*art. 2358 comma 6°*, c.c. presuppone dunque una maggiore pericolosità del credito corrispondente all'assistenza finanziaria prestata rispetto alle altre posizioni creditorie vantate dalla società.

Una siffatta valutazione legislativa appare riconducibile alla circostanza che le operazioni *ex art. 2358 c.c.* espongono la società finanziatrice al rischio (eventuale e potenziale) che il patrimonio del debitore non sia sufficiente al rimborso del prestito ricevuto dalla società si somma infatti l'ulteriore rischio, riconducibile al fatto che l'aliquota del patrimonio del debitore rappresentata dalle azioni della società finanziatrice è destinata a ridursi il valore proprio qualora la stessa società finanziatrice si trovi in condizioni di crisi e, di conseguenza, sia per essa più stringente il bisogno di recuperare le somme prestate.

In altri termini, il limite indicato all'*art. 2358, 6° comma c.c.*, previene il rischio che il capitale sociale e le altre poste indisponibili del netto siano "coperte" da attività (ossia il credito verso il terzo) considerate pericolose dal legislatore⁷⁹.

⁷⁹ F. CARBONETTI, *L'acquisto*, cit., p. 190. L'esigenza di evitare che le aliquote indisponibili del netto siano "coperte" da attività considerate dal legislatore particolarmente "aleatorie" o "rischiose" traspare anche dalla previsione *ex art. 2426 comma 1°, n. 5, c.c.*, in accordo alla quale in caso di iscrizione all'attivo di c.d. oneri pluriennali, finché il loro ammortamento non è completato, "*possono essere distribuiti dividendi solo se residuano riserve disponibili sufficienti a coprire l'ammontare dei costi non ammortizzati*".

Si può pertanto affermare, che il rilievo del limite quantitativo imposto nell'articolata disciplina dell'art. 2358 c.c., sia da inquadrare nella funzione di preservare e tutelare l'integrità del capitale sociale e non anche l'ulteriore esigenza avvertita dalla dottrina già nella previgente disciplina⁸⁰ di preservare l'integrità del patrimonio dai rischi nascenti da un'operazione di *financial assistance*⁸¹.

L'integrità del patrimonio sociale è di fatto garantita e presidiata dalla relazione degli amministratori (*ex art. 2358, 3° comma*) che impone a questi ultimi di illustrare i potenziali rischi per la liquidità e la solvibilità della società e di attestare che l'operazione è compiuta ed ha luogo a condizioni di mercato e che il merito del credito della controparte è stato attendibilmente valutato (oggi più che mai).

Il limite quantitativo disposto dall'art. 2358 c.c. non esaurisce però la spiegazione della complessa disciplina dell'assistenza finanziaria. L'articolato sistema dei vincoli sostanziali e adempimenti procedurali non sono diretti solo ed esclusivamente a tutelare e preservare il capitale sociale ed il patrimonio della società finanziatrice nell'interesse del ceto creditorio, ma anche a tutelare gli interessi dei soci di minoranza prevedendo (o, quanto meno, limitando) eventuali abusi compiuti dagli amministratori per favorire il terzo finanziato a scapito dell'interesse sociale⁸².

In tal senso si devono leggere gli obblighi per gli amministratori e la necessaria preventiva autorizzazione da parte dell'assemblea straordinaria e le specifiche previsioni dei commi 4° e 5°, che richiedono l'osservanza di particolari cautele qualora l'assistenza finanziaria sia prestata per l'acquisto di azioni proprie detenute dalla società stessa oppure quest'ultima accordi prestiti o fornisca garanzia per l'acquisto di azioni proprie ai suoi stessi amministratori (nonché della controllante o delle controllate) a soggetti che agiscono in nome proprio e per conto dei predetti soggetti.

⁸⁰ P. MONTALENTI, *op. cit.*

⁸¹ DRYGALA, *op. cit.*, p. 399, secondo il quale la nuova disciplina dell'assistenza finanziaria è espressione della tendenza secondo cui il sistema di protezione dei creditori si basa non tanto sulla tutela del patrimonio sociale nel suo complesso, quanto sulla conservazione delle sole aliquote corrispondenti al capitale sociale ed alle riserve indisponibili.

⁸² FREITAG, "Financial Assistance" durch die Aktiengesellschaft nach der Reform der Kapitalrichtlinie – (k)ein Freifahrtschein für LBOS, in *AG*, 2007, p. 163.

L'intera disciplina dell'assistenza finanziaria, contenuta in ciascuna delle disposizioni dell'art. 2358 c.c., sembra confermare, alla luce di quanto sin qui evidenziato, la tesi – sostenuta da parte della dottrina con riferimento al previgente divieto assoluto – secondo cui la disciplina dell'assistenza finanziaria ha “*fondamenti e scopi molteplici tra i quali non è facile stabilire una gerarchia*”⁸³.

L'art. 2358 c.c. può di certo collocarsi tra le norme che rientrano nel più ampio sistema di protezione del capitale sociale, come dimostra il fatto che il limite quantitativo degli utili distribuibili e delle riserve disponibili costituisce soltanto uno degli elementi (tutti di eguale rilievo) che formano l'articolato “sistema protettivo” previsto dalla nuova disciplina della *financial assistance*.

2.3 Le responsabilità della società (*target*) e dei suoi amministratori nei confronti dei soci e dei creditori per violazione dei doveri fiduciari in relazione alla decisione di prestare assistenza finanziaria

La disciplina dell'assistenza finanziaria, teoricamente, può andare a beneficio di chiunque, già socio o terzo. Tuttavia, dovendo sussistere un interesse specifico per la società a finanziare tale soggetto, è del tutto naturale che tra il destinatario del finanziamento e la società stessa sussista una relazione di interesse, il che comporta anche un rischio di conflitto. Alcune relazioni sono espressamente considerate dall'art. 2358 c.c. per l'applicazione di una disciplina particolare.

Infatti, l'articolo in esame prescrive che nel caso in cui la società presti assistenza finanziaria ad amministratori della società o della controllante, alla controllante o a terzi che agiscono per conto di tali soggetti, la relazione debba attestare che l'operazione realizza “*al meglio l'interesse della società*”.

Questa espressione presuppone, per una sua corretta interpretazione, la necessità di esprimere un giudizio comparativo con altre situazioni alternative pure idonee a soddisfare l'interesse sociale. Potrà, dunque, risultare estremamente difficoltoso sindacare la legittimità di un'operazione di assistenza finanziaria a

⁸³ Così A. VICARI, op. cit., p. 37 e A. ALBANESE, *Operazioni sulle azioni proprie (e leveraged buy out) nel nuovo diritto societario*, in *Contr. Impr.*, 2007, p. 373.

favore degli amministratori, dovendosi dimostrare che l'interesse sociale sarebbe stato "meglio soddisfatto" altrimenti⁸⁴.

Diversamente, quando destinatari del finanziamento sono i dipendenti della società, o di società controllanti o controllate, non è necessaria la dimostrazione dell'interesse sociale, già evidentemente presupposto, né la disciplina dell'art. 2358 c.c. ha ragione d'imporsi, ferma restando la necessità che siano impiegati utili distribuibili e riserva disponibili.

Infine, è espressamente fatta salva l'applicazione della disciplina delle operazioni con parti correlate dettata dall'art. 2391-*bis* c.c., che è destinata alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

In estrema sintesi, i consigli di amministrazione delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio devono adottare misure volte ad assicurare che le operazioni con parti correlate, poste in essere dalla società (direttamente o tramite società controllate), nonché quelle nelle quali un amministratore sia portatore di un'interesse, vengano compiute in modo trasparente e rispettando criteri di correttezza sostanziale e procedurale. Si parla a riguardo, di *procedure*⁸⁵, la cui disciplina è ora dettata dal Regolamento Consob, adottato con Delibera n. 17221/2010 fa salvo quanto previsto dall'art. 2358 c.c., si tratta, dunque di discipline destinate ad integrarsi.

Descritti i destinatari dell'operazione di assistenza finanziaria, per completare il quadro delle tutele offerte ai soci ed ai creditori della società *target* in caso di assistenza finanziaria, occorre esaminare le norme ed in principi che possono fondare una protezione di tipo obbligatorio, distinguendo la responsabilità imputabile, rispettivamente, alla *target*, ai soci o ai terzi che vengono a detenere il controllo della stessa, ai soci non di controllo, ai finanziatori ed agli amministratori.

La soluzione del problema sembra agevole nel caso di assistenza finanziaria precedente o contestuale all'acquisto del controllo e nel caso di assistenza finanziaria successiva all'acquisto di partecipazioni di minoranza della *target*. Tali operazioni

⁸⁴ Così anche F. CARBONETTI, Art. 2358 – *Altre operazioni sulle proprie azioni*, 371, il quale sottolinea che non è chiaro l'elemento differenziale, ma che si dà per presupposta una comparazione tra varie situazioni idonee a soddisfare l'interesse sociale.

⁸⁵ V. STELLA RICHTER JR, *Le procedure per le operazioni con parti correlate*, in Riv. soc., 2011, 64; ID. *Brevi osservazioni sulla proposta di disciplina regolamentare in materia di operazioni con parti correlate*, in Riv. Dir. Soc., 2008, 846.

sono precluse dalla disciplina dell'art. 2358, 1° comma e 2474, seconda parte, c.c., infatti, nella ipotesi in cui esse vengano poste in essere dagli amministratori della *target* possono essere considerati responsabili *ex artt.* 2392 o 2476, 1° comma c.c.⁸⁶.

Meno agevole apparre l'identificazione delle responsabilità dei soci di controllo, dei finanziatori, degli amministratori etc. in relazione alle ulteriori operazioni che si sono definite di assistenza finanziaria successiva all'acquisto del controllo.

Una tesi relativamente diffusa nella letteratura straniera e condivisa anche dalla dottrina interna, considera, a certe condizioni, la *target* ed i suoi amministratori responsabili nei confronti dei creditori e di alcuni soci per la violazione di doveri fiduciari in sede di decisione di sostenere finanziariamente l'operazione di acquisizione⁸⁷.

Sul tema si è soffermata anche e soprattutto la letteratura statunitense, che ha sostenuto (con particolare attenzione agli *bondholders*, ma con argomenti estensibili quantomeno ai soci titolari di partecipazioni a contenuto "ibrido" con caratteristiche in qualche misura avvicinati sul piano sostanziale a quelle delle obbligazioni, come possono essere le azioni di risparmio) che, poichè alcune operazioni di acquisizione (tipicamente *lbos*) determinano un incremento dell'indebitamento della *target* (principalmente a seguito della emissione di obbligazioni allo scopo di creare la liquidità da destinare ad assistenza finanziaria) pregiudizievole per i creditori e per i soci con particolari aspettative di remunerazione del titolo, graverebbe sulla medesima società e sui suoi amministratori un dovere fiduciario di astenersi dal sostenere finanziariamente l'operazione (e dall'emettere nuove obbligazioni a sostanziale servizio del *lbo*)⁸⁸.

⁸⁶ Così, A. VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006, p.174.

⁸⁷ Ma anche, più limitatamente, di assunzione di decisioni dirette a procurarsi la liquidità necessaria per realizzare tale assistenza, come può avvenire mediante l'emissione di ripetuti prestiti obbligazionari.

⁸⁸ W.W. BRATTON JR, *The interpretation of contracts governing debt relationships*, 5 *Cardozo l. rev.* 371, 1984, ID., *The economics and jurisprudence of convertible bonds*, *Wis l. rev.* 667, 1984; ID, *Corporate debt relationships: legal theory in a time of restructuring*, *Duke l.j.* 92, 1989; A.H. BARKEY, *The financial articulation of a fiduciary duty to bondholders with fiduciary duties to stockholders*, 13, *j. corp. l.* 205, 1988; ID., *Stockholders and Stakeholders*, 21, *Stetson l.rev.* 121, 1991; L.E. MITCHELL, *The fairness rights of corporate bondholders*, 65, *N.Y. u. l.rev.* 1165, 1990; ID. *A theoretical and practical*

La fonte del dovere fiduciario (tra società e soci o creditori e tra amministratori e soci o creditori) viene rinvenuta, a livello di principio, sulla base della proposizione per cui, quando “*si instaura un rapporto in cui una parte detiene il potere di incidere sugli interessi dell'altra, la prima è tenuta ad esercitare tale potere nel rispetto degli interessi della seconda e non esclusivamente nel proprio*” e “*i doveri fiduciari sono strumentali a mitigare la disparità di posizioni, mediante il riconoscimento della possibilità per una parte di controllare il potenziale abuso di potere dell'altra*”⁸⁹. Con particolare riguardo al dovere fiduciario degli amministratori verso gli obbligazionisti, si afferma, equiparando di fatto i soci agli obbligazionisti, “*che gli amministratori hanno un dovere fiduciario nei confronti di tutti gli investitori in titoli della società*”⁹⁰.

Il pregiudizio viene individuato o nell'aumento dell'indebitamento oppure, più concretamente, nel fatto che le condizioni contrattuali originariamente pattuite con i creditori e con i soci con particolari aspettative di remunerazione non riflettono il diverso rischio finanziario che consegue all'operazione.

Sarebbe pertanto possibile, in particolare, per gli obbligazionisti e per i soci titolari di partecipazioni speciali, promuovere un'azione di responsabilità contrattuale

framework for enforcing corporate constituency statutes, 70, Tex. l. rev. 579, 1992; D.M.W. Harvey, Bondholders' rights and the case for a fiduciary duty, 65, St. John's l. rev. 1023, 1991; W.S. WILSON LEUNG, The inadequacy of Shareholders primacy: a proposed corporate regime that recognizes non-shareholders interests, 30, Colum. J. l. soc. probs. 587, 1997; con esclusivo riferimento ai lbo v. A.E. CONAWAY STILSON, De leveraging the leveraged buyouts of the 1980s: a prisoners's dilemma for the unsecured corporate bondholders in the 1990s, 68, Denver u.l. r. 331, 1991.

⁸⁹ U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)* in Riv. Soc. 2002, p. 1062, il quale “*presa “consapevolezza che il nostro ordinamento non prevede alcuna specifica tutela dell'investitore-azionista di risparmio in caso di pregiudizi “indiretti” derivanti dalla condotta dell'organo amministrativo*”, quali quelli rappresentati dal compimento di operazioni che comportano “un maggior indebitamento della società” (come il merger lbo, richiamato quel esempio) appare opportuno riconoscere in capo alla società emittente “un dovere fiduciario di comportarsi con correttezza durante lo svolgimento del rapporto di finanziamento-investimento”.

⁹⁰ Cfr. M. McDANIEL, *Bondholders and stockholders, 13 j. corp. l. 205, 1988, p. 206: “poichè i doveri fiduciari sono dei surrogati legali di costose clausole contrattuali, sugli amministratori dovrebbero essere imposti doveri fiduciari sia nei confronti degli obbligazionisti sia nei confronti degli azionisti. L'esclusivo interesse riservato dal diritto societario agli azionisti è troppo restrittivo per la moderna corporate finance. Obbligazionisti ed azionisti sono tutti investitori nell'impresa e meritano uguale protezione da parte degli amministratori”.*

verso la società emittente ogni qualvolta quest'ultima abbia violato i doveri fiduciari nascenti dal contratto d'investimento, cagionando un danno agli obbligazionisti o ai soci, come avviene in ipotesi di operazioni che determinano “*un maggior indebitamento della società*”⁹¹.

Questa opinione viene, però, criticata da molteplici punti di vista. Anzitutto si evidenzia che, per quanto non si possa negare il carattere contrattuale del rapporto tra società e soci o tra società e creditori volontari (con conseguente applicazione di tutte le regole, comprese quelle in tema di buona fede, che disciplinano il contratto) e la possibile sussistenza di un rischio connesso all'operazione, non è opportuno giungere ad un'interpretazione della disciplina positiva tale da impedire alla società di adottare decisioni strategiche che possa avere riflessi negativi sugli interessi di particolari categorie di creditori o di soci⁹² (così come non è possibile giungere a riconoscere doveri fiduciari degli amministratori a favore dei creditori o dei soci che determinano il medesimo risultato⁹³).

Gli autori che hanno approfondito il problema del conflitto d'interessi, da un lato, tra soci titolari di partecipazioni ordinarie e soci titolari di partecipazioni speciali e, dall'altro, tra creditori e società intesa come collettività dei soci, hanno infatti, concluso che tale conflitto può essere efficacemente composto esclusivamente imponendo alla società ed agli amministratori di perseguire l'interesse dei soci ordinari, con il solo limite del rispetto delle specifiche norme (in particolare del

⁹¹ Così U. TOMBARI, *Azioni*, cit., p. 1116.

⁹² Nello stesso senso, si è denunciato il pericolo “*che una diversa lettura delle norme predette, dilatando la nozione di pregiudizio rilevante, finirebbe per attribuire agli azionisti di risparmio un indebito potere di interlocutore su scelte strategiche e organizzative che loro non compete*”. Così v. V. BRUDNEY, *Corporate bondholders and debtor opportunism: in bad times and good*, 105, *Harv. L.rev.* 1821, 1992.

⁹³ Con riferimento alla posizione degli azionisti speciali v., nella letteratura statunitense, J.J. SCHICK, *Toward transaction-specific standard of directorial fiduciary duty in the tracking-stock context*, 76 *wash. L. rev.* 1365, 2000, ivi a p. 1366, 1382 ss. e le due pronunce della *Delaware Chancery Court* del 1993 sui casi *Salomon v. Armstrong* (747 A.2d 1098) e *In re General Motors class H shareholder litigation* (734, 1.2d 611). Con riferimento alla posizione degli obbligazionisti v. J.R. MACEY, *An economic analysis of the various rationales for making shareholders the exclusive beneficiaries of corporate fiduciary duties*, 21, *Stetson, l. rev.* 23, 1991. Mentre l'opinione unanime della giurisprudenza ritiene che sussista un dovere fiduciario degli amministratori nei confronti dei creditori in caso d'insolvenza della società, una parte minoritaria della dottrina e della giurisprudenza ritiene che un analogo dovere fiduciario sorga anche nella fase di “pre-insolvenza” v. la nota decisione della *Delaware Chancery Court* del 1991 sul caso *Credit Lyonnais Bank Nederland NV v. Pathe Communicatios Corp.* (1991 WL 277613).

diritto societario) poste a tutela dell'interesse dei soci titolari di partecipazioni speciali e dei creditori (e senza, dunque, attribuire particolare intensità ai generici obblighi imposti alla società a beneficio degli stessi, quale il dovere di buona fede contrattuale⁹⁴ e senza riconoscere la sussistenza di particolari doveri fiduciari degli amministratori).

Si afferma che il principio di massimizzazione del profitto per i soci ordinari è in grado, da un lato, di individuare un obiettivo preciso per gli amministratori (poiché evita inconvenienti nella scelta tra le politiche di minore propensione al rischio, tendenzialmente favorite dai soci ordinari⁹⁵) e, dall'altro, di garantire il contenimento dei conflitti di interessi tra creditori "forti" e creditori "deboli" (poiché non avvantaggia alcun soggetto interessato all'azione societaria rispetto all'altro). In secondo luogo, tale principio favorisce la riduzione del costo del capitale (se, infatti, i creditori sono a conoscenza che gli amministratori hanno l'obbligo di massimizzare il profitto dei soci ordinari in ogni circostanza, gli stessi creditori saranno disposti ad accettare una remunerazione inferiore sul capitale prestato a fronte della

⁹⁴ Il giudizio circa il contenuto della buona fede contrattuale presuppone, infatti, la preliminare definizione degli interessi considerati meritevoli di protezione per l'ordinamento, posto che, in presenza di poteri discrezionali per le parti (nel nostro caso per la società) ciascuna di esse "è tenuta secondo buona fede ad esercitare i suoi poteri discrezionali in modo da salvaguardare l'utilità della controparte compatibilmente con il proprio interesse": così, per tutti, C.M. BIANCA, *Diritto Civile*, 3, *il contratto*, Milano, 1995, p. 482.; per approfondimenti v. spec. A. D'ANGELO, *La buona fede*, Torino, 2004; v. anche W.W. BRATTON, *The economics*, op. cit., p. 691 ss.

⁹⁵ L'opinione prevalente ritiene che l'interesse sociale sia l'interesse alla massimizzazione del valore delle partecipazioni ordinarie, con il solo obbligo di rispetto delle *indentures* contrattuali inserite nello statuto a protezione delle partecipazioni speciali (v. gli A. citati sopra alla nota 95). Questa opinione prende atto, in particolare, che le azioni speciali non sono titoli di debito perché "non hanno una scadenza prefissata", "non hanno priorità rispetto ai creditori in caso di liquidazione" e "le imprese non sono dichiarate insolventi qualora non adempiano ai loro obblighi di pagamento dei dividendi privilegiati" ma considera anche che le stesse nemmeno possono essere considerate equivalenti" alle partecipazioni ordinarie, "a causa delle differenze nel tipo dei diritti su flussi di cassa e nel potere di controllo" (così, A. DAMODARAN, *Finanza aziendale*, a cura di F. Ferri, Milano, 2001, p. 287; conformi per tutti S.A. ROSS-R.W. WESTERFELD-J.F. JAFFE, *Finanza aziendale*, a cura di L. Caprio, Bologna, 1997, p. 488). Poiché tali azioni non risultano parificabili né a titoli di debito né alle partecipazioni ordinarie in senso proprio, si ritiene opportuno trattarle come "una terza componente del capitale" (così A. DAMODARAN, op. cit. p. 287), con conseguente applicazione, da un lato, dei principi comuni alle partecipazioni ordinarie in tema di interesse sociale e, dall'altro delle regole specifiche convenzionalmente stabilite a tutela degli interessi speciali della categoria (comunque diversi da quelli dei possessori di titoli di debito).

diminuizione del rischio derivante da comportamenti orientativi a vantaggio di singole categorie di soci o creditori⁹⁶).

Quanto al danno che il *lbo* provocherebbe, in particolare, agli obbligazionisti ed agli azionisti di risparmio, si sostiene che, per quanto sia innegabile che si verifichi una modificazione del rapporto tra capitale di debito e capitale di rischio, non può concludersi che l'incremento del debito provocato dall'operazione rappresenti per se stesso un evento negativo, perlomeno sia che non si giunga a dimostrare con relativa certezza che il *lbo* aumenta sistematicamente le probabilità di lesione concreta dell'interesse di tali soggetti (ricerche empiriche sembrerebbero peraltro, escludere che i *lbos* determinano questo effetto)⁹⁷.

Pertanto, poichè non è scientificamente dimostrato che l'incremento del debito rappresenta necessariamente un pregiudizio, non è possibile concludere che la sola circostanza del suo verificarsi è tale da giustificare interpretazioni della disciplina orientate ad imporre alla *target* ed ai suoi amministratori un particolare dovere fiduciario nei confronti di specifiche categorie di soci e di creditori. Secondo l'opzione prevalente, dunque, il problema dell'eventuale rafforzamento della tutela degli interessi dei creditori contrattuali in caso di *lbo* dovrebbe trovare soluzione in sede di contrattazione tra questi ultimi e la società, mediante l'inserimento nei contratti di apposite clausole di salvaguardia⁹⁸.

D'altra parte, l'aumento dell'indebitamento non viene considerato (quantomeno allo stato attuale della disciplina di diritto positivo italiano) un fenomeno in sé pregiudizievole per i creditori⁹⁹ e determina esclusivamente – a condizione che risulti un “*eccessivo squilibrio*” dello stesso “*rispetto al patrimonio*”

⁹⁶ Cfr. W.W. BRATTON, *The Economics*, cit. p. 726 e s.: “*L'incertezza che deriverebbe dal riconoscimento di opinioni favorevoli ad ammettere ampi doveri fiduciari a favore, in particolare, degli obbligazionisti, ridurrebbe per la società l'utilità dei bonds come strumenti di finanziamento*”.

⁹⁷ M.L. MARAIS-K. SCHIPPER-A-SMITH, *Wealth effects of going private for senior securities*, 23, *J.fin. ec.* 155, 1989; P. ASQUITH-T.A. WIZMAN, *Event risk, covenants, and boldholder returns in leveraged buyout*, 27, *J, fin, ec.* 195, 1990.

⁹⁸ Così D.O. COOK-J.C. EASTERWOOD, *Poison put bonds: an analysis o theri economics role*, 49, *j. Fin*, 1905, 1994.

⁹⁹ Cfr. G. TERRANOVA, *Lo stato di insolvenza. Per una concezione formale del presupposto oggettivo del fallimento*, in *Giur. Comm.*, 1996, I, p. 82 e ss.; F. D'ALESSANDRO, *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur. Comm.* 2001, I, p. 411 ivi a p. 414 e ss.

netto” – l’applicazione della disciplina della postergazione legale dei finanziamenti ex artt. 2467 e 2487 *quinquies* c.c..

Una distinzione potrebbe, semmai, operarsi con riferimento al caso in cui risulti oggettivamente *ex ante* che l’incremento dell’indebitamento renderà la società insolvente. In questa ipotesi, però, più che di violazione di un dovere fiduciario della *target* o dei suoi amministratori nei confronti dei soci e dei creditori, si dovrebbe fare questione di violazione da parte dei primi degli artt. 2392, 2394 e 2476, 1° comma, c.c. e delle disposizioni dirette a tutelare espressamente l’interesse dei secondi: gli amministratori che sostenessero finanziariamente un *lbo* (emettendo nuove obbligazioni, concedendo finanziamenti o garanzie, etc.) conoscendo o potendo conoscere che esso renderà la società insolvente sarebbero responsabili in base a tali disposizioni (interpretata la disciplina in tal senso, gli amministratori sarebbero tenuti, quantomeno nel caso di emissione di obbligazioni e di concessione di assistenza finanziaria, ad effettuare, sotto la propria responsabilità, una precisa valutazione della solvibilità della società dopo ciascuna operazione e cioè, di fatto, ad eseguire un c.d. *solvency test*).

Al fine di tutelare i creditori, ed in particolare gli obbligazionisti, che non hanno particolari strumenti per opporsi alla concessione di assistenza finanziaria successiva (ed all’emissione di nuove obbligazioni funzionali ad ottenere liquidità), si è, in una diversa prospettiva, proposta un’interpretazione secondo cui i creditori “anteriori” che non venissero adeguatamente e tempestivamente avvisati dalla società o dagli amministratori dell’imminente operazione di *lbo* potrebbero lamentare una violazione della regola di buona fede; più precisamente, la società violerebbe i propri obblighi contrattuali, gli amministratori violerebbero i doveri fiduciari che potrebbe ritenere (in base alle descritte interpretazioni) incombano sugli stessi in occasioni particolarmente qualificate¹⁰⁰.

Una simile regola, si afferma, favorirebbe l’emersione di contestazioni nella fase della progettazione dell’operazione invece che nella fase successiva e

¹⁰⁰ L’argomento è sviluppato, nella dottrina statunitense, da W.W. BRATTON, *The Economic*, cit, p. 728 e ss. (dovere di buona fede della società); M. MC DANIEL, *Bondholders*, cit., p. 205 e ss; A.E. CONAWAY STILSON, *De leveraging*, cit., p.331 e ss. (dovere fiduciario degli amministratori).

permetterebbe ai giudici di valutare *a priori* se il *lbo* sia potenzialmente pregiudizievole per i creditori.

Contro questa interpretazione, si afferma, però, che “*una regola che concentri l’attenzione sul momento dell’operazione è destinata, per sua natura, a generare una quantità di contenzioso molto superiore rispetto ad una regola che consenta, ad operazione avvenuta, il sindacato sui lbo pregiudizievoli*”¹⁰¹.

Riconosciuto, dunque, il carattere problematico delle interpretazioni favorevoli a riconoscere doveri fiduciari (tra società e soci o creditori e tra amministratori e soci o creditori), resta, però, sempre salva la possibilità di dimostrare la violazione di specifici doveri della società (e degli amministratori) previsti, in particolare, dalla disciplina di diritto dei mercati finanziari. Ciò vale soprattutto per l’emissione di prestiti obbligazionari: tali doveri possono risultare violati (con conseguente diritto degli obbligazionisti al risarcimento del danno) se, ad esempio, la società ometta (in sede di adempimento degli obblighi previsti dall’art. 94 T.U.F. e dalla disciplina regolamentare della Consob) di indicare nel prospetto di emissione il fatto che è in fase di progettazione o di avvio un *lbo*, oppure che l’emissione obbligazionaria si inserisce in una più ampia serie di emissioni poste al servizio del ripiano del debito. In questo caso, infatti, è la stessa normativa a prevedere che il prospetto contenga, tra

¹⁰¹ Si sostiene, cioè, che i costi di una regola che faciliti l’ “*early litigation*” sono inevitabilmente superiori ai benefici che essa può procurare. E’ questa la conclusione di D.G. BAIRD, *Fraudulent*, cit. p.20, che riassume nei seguenti termini il problema: “*una regola che presuppone un contenzioso nei pochi casi di naufragio è intrinsecamente più desiderabile rispetto ad una regola che presuppone un contenzioso prima di ogni viaggio*”. D’altra parte, il limite della tesi in questione sta probabilmente nel fatto che non appare realmente vantaggioso distinguere tra dovere fiduciario di “astensione” dai *lbo* pregiudizievoli e dovere fiduciario di più limitata “comunicazione” dell’intenzione di realizzare questo genere di operazioni e sostenere che l’imposizione di questo secondo obbligo consentirebbe ai soci e ai creditori di reagire tempestivamente in sede giudiziale: infatti, una volta che si sia accettata l’opinione secondo cui gli stessi soggetti non possono agire *ex post* nei confronti della società o degli amministratori per violazione di un dovere fiduciario di “astensione”, si dovrebbe necessariamente concludere, che, anche qualora il caso del *lbo* astrattamente pregiudizievole fosse (a seguito dell’adempimento del dovere fiduciario “di comunicazione”) portato innanzi al giudice, quest’ultimo non potrebbe che concludere, ancora una volta, nel senso dell’insussistenza di un dovere fiduciario della società e degli amministratori di “astensione” dall’operazione. Il dovere in questione finisce, così, per risultare vantaggioso per alcune limitate categorie di soggetti; valutato in quest’ottica, esso appare ancora meno opportuno in relazione ai costi, in termini di contenzioso circa l’adeguatezza dell’informazione resa, di oscillazione del prezzo dei titoli, di ricorrenza di forme di pressione a vendere e di opportunismo da parte dei soci o dei creditori sofisticati rispetto a quelli non informati, che esso può generare.

l'altro, "*le previsioni sull'evoluzione della struttura finanziaria*" (in base agli schemi 3,4 e 5 dell'allegato 1B al Regolamento Consob 11971/1999)¹⁰².

¹⁰² In tale contesto possono rilevare, inoltre, gli artt. 21 e 23 T.U.F. che impongono precisi obblighi di diligenza e correttezza in capo agli intermediari che curano il collocamento delle obbligazioni presso il pubblico.

CAPITOLO III

LA DISCIPLINA DELL'ASSISTENZA FINANZIARIA NELLE

S.P.A

(Limiti sostanziali e procedurali)

3.1 Introduzione

Come si articola l'assistenza finanziaria: la concessione di finanziamenti e garanzie a soci o terzi per l'acquisto della partecipazione di controllo.

Il disposto del quinto considerando della Direttiva Comunitaria in commento (2006/68) rappresenta la conseguenza della modifica del paragrafo 1 dell'originario art. 23 della Seconda Direttiva, in quanto nel rispetto della necessità di tutelare gli interessi degli azionisti e dei terzi, ha definito le condizioni ed i presupposti che le società di capitali avrebbero dovuto rispettare (in sede di recepimento della Direttiva medesima) per consentire la concessione di prestiti o garanzie per l'acquisto e la sottoscrizione di proprie azioni.

Il testo del disposto normativo che disciplina attualmente l'assistenza finanziaria, come autorevolmente sostenuto, esordisce con un paradosso di *Epimenide*¹⁰³ (che da Cretese aveva detto che “*tutti i cretesi sono bugiardi*”) in quanto al primo comma dell'articolo 2358 c.c. si stabilisce preliminarmente che l'operazione è vietata sia direttamente che indirettamente e successivamente “*l'intera disposizione dice quanto essa e viceversa permessa.*”.

La disciplina dell'assistenza finanziaria, così come riformata, condiziona la prestazione di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie al rispetto di limiti sostanziali e di vincoli procedurali, diretti a proteggere gli interessi dei soggetti

¹⁰³ M.S. SPOLIDORO, *Appunti sull'attuazione della Direttiva 2006/68/CE in tema di conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria – Notariato 1/2009*. Secondo l'Autore, il primo comma dell'art. 2358 c.c. dispone che la concessione di prestiti e garanzie per l'acquisto e la sottoscrizione di azioni proprie, sia direttamente che indirettamente, è vietata, ma l'intera disposizione dice quando essa è viceversa permessa.

che potrebbero essere lesi dall'operazione. Tuttavia, la distinzione tra limiti sostanziali e procedurali, pur essendo utile ai fini espositivi, non dev'essere enfatizzata in quanto il precetto normativo del novellato art. 2358 c.c. concorre a formare un unitario sistema di tutela dei soggetti i cui interessi sono potenzialmente posti in pericolo dalle operazioni di assistenza finanziaria.

In particolare, gli obblighi procedurali di *disclosure* imposti agli amministratori assumono evidente rilievo "sostanziale" in quanto consentono di fornire ai soci di minoranza e ai creditori le informazioni necessarie per valutare compiutamente gli effetti dell'operazione e adottare, eventualmente, le necessarie "contromisure"¹⁰⁴.

Sotto il profilo sostanziale, l'art. 2358 c.c., 6 comma c.c., dispone che l'importo complessivo dell'assistenza finanziaria prestata dalla società non può eccedere "*il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, tenuto anche conto dell'eventuale anche conto dell'eventuale acquisto di azioni proprie ai sensi dell'art. 2357 c.c.*".

L'operazione è quindi in sé ammessa purché non superi "economicamente" il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili (da qui la qualifica di divieto "condizionato" di assistenza finanziaria) risultanti dall'ultimo bilancio approvato.

A tal proposito, viene costituita una riserva indisponibile pari all'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite, la quale è iscritta a al passivo del bilancio.

Fatte queste dovute precisazioni e distinzioni di carattere generale, di seguito si espongono le citate differenze tra i limiti sostanziali e quelli procedurali.

I LIMITI SOSTANZIALI

L'appostamento a patrimonio netto della riserva indisponibile che bilanci contabilmente il finanziamento deliberato – le similitudini con la riserva obbligatoria da costituirsi nella ipotesi di acquisto di azioni proprie (art. 2359 bis c.c. – la disciplina della riserva indisponibile quale condizione di legittimità

¹⁰⁴ In tal senso DRYGALA, *Finanzielle Unterstützung des Aktienwerbs nach der reform der Kapitalrichtlinie*, in *De Konzern*, 2007, p. 399 e ss.

dell'operazione oppure quale un corollario dell'operazione che in quanto tale fa parte del procedimento autorizzativo – le tesi).

3.2 Il calcolo del limite entro cui è possibile assistere finanziariamente e prestare garanzie

Il Legislatore Comunitario, riformando l'art. 23, paragrafo 1, sub § 4 della II Direttiva, ha di fatto accolto le obiezioni dell'ampia parte della dottrina secondo cui sussisteva un'incoerenza sistematica tra la disciplina dell'assistenza finanziaria e quella dell'acquisto di azioni proprie. Confrontando le previsioni degli artt. 19-22 a quelle dell'art. 23, appariva ingiustificata l'assolutezza del divieto di *financial assistance*, giacché, nella prospettiva della tutela del capitale sociale, non si ravvisavano ragioni che ostassero ad ammettere la prestazione di assistenza finanziaria entro il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili, analogamente a quanto previsto per l'acquisto di azioni proprie.

A tal proposito, alcuni autori hanno affermato la legittimità dell'assistenza finanziaria concessa nel limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili già nel vigore della precedente formulazione dell'art. 23 della II Direttiva, proponendo l'applicazione analogica del limite previsto per l'acquisto di azioni proprie¹⁰⁵.

Tuttavia, l'interpretazione testé illustrata, nonostante il pregio delle argomentazioni, si scontrava con il dettato normativo che disciplinava in modo assoluto il divieto di assistenza finanziaria¹⁰⁶.

Insolita, pertanto, la circostanza che il legislatore comunitario disciplinasse in modo più severo la fattispecie meno pericolosa, la prestazione dell'assistenza finanziaria, e dettasse un limite meno stringente per l'acquisto di azioni proprie, operazione più ad alto rischio per la salvaguardia dell'integrità del capitale sociale.

¹⁰⁵ Così, per alcuni cenni, A.A. DOLMETTA, *Il merger leveraged buyout nella legge delega n. 266/2001: la target da S.p.a. a S.r.l.*, in *Corr. Giur.*, 2002, p. 241 e ss., il quale sembrava ammettere tale possibilità esclusivamente per le S.r.l., non soggetta alla II direttiva.

¹⁰⁶ In questo senso recentemente A. VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo della società di capitali*, Milano, 2006, p. 40 e s., pur non escludendo che al risultato prefigurato dalla dottrina anzi riportata si potesse giungere interpretando la (previgente) disposizione dell'art. 2358 c.c. alla luce della Direttiva 2006/68/CE.

Efficaci sul punto sono le parole espresse da un illustre giurista¹⁰⁷ il quale sostiene come “*se entro certi limiti, e con l’impiego di riserve disponibili, è consentito alla società acquistare azioni proprie – cioè far uscire somme a titolo definitivo (il prezzo pagato per l’acquisto delle azioni proprie) dal proprio patrimonio – non si capisce perché entro gli stessi limiti non dovrebbe esserle consentito far uscire quelle stesse somme “a titolo provvisorio” (cioè con diritto alla restituzione), solo perché c’è il rischi che poi, in mancanza di restituzione, la società debba ricevere azioni proprie*”. Mediante la previsione dell’art. 23, paragrafo 1, sub. § 4 (recepita nell’art. 2358 c.c. sesto comma), il legislatore ha eliminato le incongruenze evidenziate dalla dottrina, prevedendo un uniforme limite quantitativo per l’acquisto di azioni proprie e per l’assistenza finanziaria.

Prima però di entrare nel merito delle problematiche illustrate nel presente paragrafo, occorre precisare che la disciplina dell’acquisto delle azioni proprie e della prestazione di assistenza finanziaria, pur essendo, come detto, simile da un punto di vista numerico l’aspetto relativo al limite quantitativo degli utili distribuibili e delle riserve disponibili, lo stesso, ha una portata non perfettamente coincidente, proprio perché i due istituti giuridici presentano una diversa struttura giuridica. Infatti, la violazione del limite quantitativo dell’acquisto delle azioni proprie, genera un rischio sull’integrità del capitale sociale differente rispetto a quello prodotto dalla violazione dei medesimi limiti ma nella diversa ipotesi dell’assistenza finanziaria.

L’acquisto delle azioni proprie, secondo la tesi preferibile¹⁰⁸ determina una diminuzione del patrimonio sociale mediante la restituzione di parte dello stesso ai soci; per converso, la prestazione dell’assistenza finanziaria produce effetti completamente diversi, in quanto può limitarsi a modificare la composizione dell’attivo, senza di fatto alterare l’integrità del patrimonio della società. A tal riguardo, qualora la società conceda un finanziamento per l’acquisto di azioni proprie, all’uscita delle risorse finanziaria destinate a coprire l’investimento eseguito dal terzo, corrisponde, all’attivo del bilancio, l’iscrizione di un credito, che pertanto

¹⁰⁷ G.E. COLOMBO, *Appunti delle lezioni del corso di Diritto commerciali – corso progredito*, a. a. 2007-2008.

¹⁰⁸ G.E. COLOMBO, *Il bilancio d’esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, 7*, Torino, 1994, p. 309 e ss.

non genera nel patrimonio sociale alcuna variazione quantitativa¹⁰⁹. Allo stesso tempo non produce alcun effetto sul piano patrimoniale la prestazione di garanzie per l'acquisto di azioni proprie, infatti in questa circostanza, le garanzie dovranno essere rilevate nei soli conti d'ordine¹¹⁰.

Alla luce di quanto sin qui sottolineato, il limite quantitativo entro cui la società finanziatrice può esporsi nelle ipotesi di acquisto delle azioni proprie e della *financial assistance*, è funzionale alla salvaguardia di due distinti interessi, in quanto nel primo caso è volto ad evitare che l'acquisto determini una lesione diretta ed immediata dell'integrità del capitale sociale mentre nel secondo caso, la previsione del limite rappresenta una norma di "*pericolo presunto*", in quanto essa è diretta non ad impedire principalmente una lesione del capitale, bensì ad evitare che le perdite (potenziali) eventualmente rilevate nel caso di inadempimento del terzo assistito o in caso di escussione della garanzia fornita, incidano sull'integrità delle voci del netto "vincolate" a tutela dei creditori sociali¹¹¹.

Tuttavia, pure se la previsione del limite quantitativo nell'assistenza finanziaria non genera alcuna protezione del patrimonio sociale non essendoci di fatto alcuno spostamento patrimoniale, si deve evidenziare come il legislatore comunitario prima e quello Italiano successivamente in sede di recepimento, abbiano dettato il disposto normativo secondo cui nel bilancio della società finanziatrice, il finanziamento risulterà all'attivo ed al passivo sarà bilanciato da una riserva indisponibile pari all'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite.

Proprio in ordine alla natura di detta riserva nel prosieguo di questo paragrafo si analizzeranno le diverse teorie proposte a livello dottrinario.

¹⁰⁹ Così S. FORTUNATO, *Anticipazioni*, op.cit., p. 434; MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma del diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. Soc.*, 2005, p. 1260; per alcuni rilievi parzialmente difforni si vedano però G.B. PORTALE e A.A. DOLMETTA, *Divieto di accettare azioni o quote in garanzia e case di risparmio "riformate"*, in *Banca, Borsa e Titoli di credito*, I, 1989, p. 707.

¹¹⁰ M.S. SPOLIDORO, op. cit., p. 75. Ove il bilancio sia redatto secondo i principi IAS/IFRS, che non prevedono dei conti d'ordine in calce allo stato patrimoniale, delle garanzie prestate al terso per l'acquisto delle azioni proprie è data notizia nelle sole note al bilancio.

¹¹¹ STRAMPELLI, *Il limite quantitativo alla prestazione di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, pp. 154-155, note 21 e 22 ivi richiamate.

Il sesto comma dell'art. 2358 c.c. dispone che l'importo delle somme erogate ovvero delle garanzie fornite complessivamente, “non può eccedere il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato”. Pertanto, una prima questione interpretativa concerne la natura di “riserve disponibili” che unitamente alla nozione di “utili distribuibili” formano il c.d. limite quantitativo. L'utile distribuibile è quella parte dell'utile netto che non soggiace a vincoli di destinazione legali, statutari o di altra natura; tali sono dunque gli utili che la società è libera di distribuire, con esclusione degli utili la cui distribuzione sia imposta per legge, dallo statuto o da altra fonte¹¹².

Per riserve disponibili dovrebbero diversamente intendersi quelle che potrebbero essere liberamente distribuite con deliberazione dell'assemblea ordinaria. Sul punto, però giova precisare che nel recepire la previsione dell'art. 23, paragrafo 1, comma 4 (nonché dell'art. 19, par 1, lett. b), relativo all'acquisto di azioni proprie), il Legislatore Italiano si è discostato parzialmente dalla Direttiva Comunitaria che parla di distribuibilità piuttosto che di disponibilità per le riserve. Per quanto i due termini siano per molti versi equivalenti, la diversa formulazione italiana apparrebbe meno precisa, in quanto la nozione di distribuibilità è “assoluta” mentre quello di disponibilità è “relativa”, poiché una riserva può essere disponibile per alcuni utilizzi ed indisponibile per altri¹¹³.

L'altra delle problematiche applicative riguarda la circostanza che detto limite quantitativo debba essere calcolato sulla base di quanto risulta dall' “ultimo bilancio regolarmente approvato”. L'identità di formula con l'art. 2433, comma 2, concernente la distribuzione degli utili, sottolinea l'identità dell'interesse tutelato, ossia quello dell'integrità del capitale sociale. Quanto disposto testualmente, tuttavia,

¹¹² F. CARBONETTI, op. cit., pp. 79-80.

¹¹³ Così STRAMPELLI, op. cit, p. 157, il quale sostiene ad esempio che la riserva legale è indisponibile (oltre che indistribuibile) per l'aumento del capitale sociale mentre è utilizzabile (seppur dopo le altre poste del netto) per la copertura del capitale sociale in caso di perdite. L'autore conformemente al dettato della norma Comunitaria ritiene che le riserve da conteggiare nel limite debbano essere le sole riserve distribuibili, diversamente, si giungerebbe al risultato, antitetico alla *ratio* della norma, di esporre le poste del netto vincolate a tutela dei creditori al rischio di essere intaccate dalle perdite eventualmente subite per effetto della prestazione di assistenza finanziaria.

non importa, secondo la ricostruzione preferibile¹¹⁴, la necessità che gli amministratori predispongano una situazione patrimoniale “straordinaria”, essendo sufficiente a tal fine che essi attestino la sussistenza, nel momento in cui è concesso il finanziamento o è fornita la garanzia, degli utili e delle riserve disponibili risultanti dall’ultimo bilancio regolarmente approvato. Tuttavia, in presenza di perdite dichiarate ed accertate, una situazione patrimoniale infrannuale, redatta secondo i criteri di predisposizione del bilancio di esercizio, potrebbe contribuire ad aumentare la chiarezza dell’informazione offerta ai soci ed ai terzi.

3.3 Il regime della riserva

La principale conseguenza applicativa del dibattito relativo alla determinazione ed individuazione degli utili distribuibili e delle riserve disponibili, riguarda proprio il trattamento contabile della “riserva” all’uopo costituita ed iscritta al bilancio della società finanziatrice (o garante) in sede di emissione del prestito per l’acquisto di azioni proprie.

La natura giuridica della “riserva” disciplinata dal 6° comma dell’art. 2358, è stato prima d’ora analizzato dalla dottrina con riferimento all’altra “riserva” cioè quella costituita in sede di acquisto di azioni proprie *ex art. 2357 ter*, ultimo comma, quale posta indisponibile “*pari all’importo delle azioni proprie iscritto all’attivo del bilancio*”, da mantenersi “*finché le azioni non siano trasferite o annullate*”.

In analogia a quanto previsto per l’acquisto delle azioni proprie, anche nella ipotesi della *financial assistance*, ricorre l’obbligo per gli amministratori di iscrivere una riserva indisponibile pari all’importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite.

Sul tema in dottrina si sono sviluppate due tesi, tra loro divergenti: secondo il primo orientamento, tale riserva, dovrebbe considerarsi una posta rettificativa del corrispondente valore delle somme impiegate e delle garanzie fornite, neutra ai fini della determinazione del patrimonio netto; per la seconda tesi, invece si tratterebbe di una riserva in senso tecnico, in grado di contribuire alla quantificazione del

¹¹⁴ Relativamente all’acquisto delle azioni proprie si vedano S. FORTUNATO, *Acquisto*, op. cit.; G.B. PORTALE, *I bilanci straordinari (Appunti)*, in *Riv. Soc.*, 1978, p. 329.

patrimonio netto. Tenuto conto delle differenze esistenti tra l'acquisto di azioni proprie e le operazioni *ex art. 2358 c.c.* ed in particolare del fatto che in quest'ultimo caso sorge un credito della società nei confronti del terzo e che dunque l'operazione non determina (a differenza dell'acquisto delle azioni proprie) una diminuzione dell'attivo patrimoniale, non sembra che l'identità funzionale tra la disciplina delle azioni proprie e la *financial assistance*, sia sufficiente per assimilare le riserve alla medesima natura giuridica.

Infatti, giova precisare che l'importo della riserva *ex art. 2358 c.c.*, non permane immutato per tutta la durata dell'operazione, ma muta al variare del credito vantato dalla società nei confronti del terzo, che se regolato con scadenze prefissate, si libera di volta in volta in proporzione alla quota di finanziamento rimborsata. La riserva si libera anche quando il terzo, a causa del deteriorarsi della propria situazione economica – finanziaria, non sia in grado di restituire le somme ricevute: in tale eventualità la società – in accordo a quanto di sposto dall'art. 2426, comma 1, n. 8 c.c. – deve procedere alla svalutazione del credito e alla corrispondente rilevazione nel conto economico di una componente negativa di reddito che concorre alla formazione del risultato di esercizio, con la conseguente liberazione della riserva per un importo pari a quello della svalutazione operata¹¹⁵.

L'adozione di una delle tesi piuttosto che l'altra, genera evidenti differenti conseguenze in ordine all'utilizzabilità di detta riserva. Infatti, seguendo la natura rettificativa della riserva, la posta al passivo avrebbe il solo fine di dar conto dell'avvenuto impiego di utili o riserve disponibili per procedere all'assistenza finanziaria. Conseguentemente, detta riserva, tra l'altro definita dal legislatore non a caso "*indisponibile*" e per tanto anche indistribuibile tra i soci, non potrebbe essere utilizzate ne per l'aumento di capitale, ne per la copertura delle perdite.

¹¹⁵ Così F. CARBONETTI, *Acquisto di azioni proprie*, op. cit., p. 1131, per il quale tuttavia giova precisare che la progressiva liberazione della riserva non determina per effetto anche l'automatica riduzione della riserva di cui all'art. 2358 c.c., la perdita rilevata nel conto economico potrebbe essere compensata da componenti positivi di reddito risultanti dal conto economico o essere assorbita da altre poste disponibili del netto eventualmente esistenti. In definitiva, la svalutazione del credito vantato verso il finanziato determina sempre una riduzione delle poste disponibili del netto ma non necessariamente della riserva da assistenza finanziaria.

A favore di questa tesi depone il fatto che l'utilizzo della riserva per la copertura delle perdite, farebbe sì che le poste del netto vincolate a tutela dei creditori sarebbero in parte "coperte" da crediti nei confronti del finanziato o gravate dai rischi connessi alle garanzie fornite, in contrasto con l'intendimento legislativo, di evitare, mediante la previsione di legge, proprio tale conseguenza.

Diversamente, per la seconda tesi, la posta in esame dovrebbe essere considerata come una vera e propria riserva (indisponibile per legge), capace di contribuire alla formazione del patrimonio netto, e pertanto utilizzabile in sede di perdita del capitale sociale. Invero, non si può non affermare che i crediti nei confronti del terzo finanziato sono attività che hanno un valore realizzabile dalla società¹¹⁶ sì che alle corrispondenti poste del netto dovrebbe attribuirsi natura di riserva e le stesse dovrebbero essere utilizzabili per la copertura delle perdite¹¹⁷. Negare tale utilizzo condurrebbe al risultato, invero difficilmente accettabile sul piano economico (soprattutto qualora non siano timori sulla solvibilità del terzo), che la società possa essere talora costretta a ridurre il capitale sociale ed, eventualmente, ad adottare i rimedi di cui agli artt. 2446 e 2447 c.c., benché nel suo patrimonio figurino beni dotati di un proprio valore, ossia i crediti del finanziato, tenendo conto dei quali l'attivo netto eccederebbe la somma del capitale sociale e delle riserve indisponibili¹¹⁸.

Tuttavia, nonostante l'autorevolezza delle suddette obiezioni, la tesi che qualifica la riserva come una posta rettificativa, appare maggiormente conforme alla volontà legislativa: l'art. 23, paragrafo 1, sub. § 4, della II Direttiva – in conformità al quale è necessario interpretare la norma interna – sembra precludere l'utilizzo della riserva "*da assistenza finanziaria*" per l'acquisto di azioni proprie.

La norma Comunitaria dispone che l'importo complessivo dell'assistenza finanziaria "*non comporta mai*" una riduzione dell'attivo netto al di sotto dell'importo del capitale sociale e delle riserve indisponibili. Se letta in negativo, la

¹¹⁶ Così VAQUERIZO ALONSO, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Madrid, 2003, p. 457 e ss.

¹¹⁷ Così anche LA PORTA, *La collocazione*, p. 154. La riserva "azioni proprie", quantunque indisponibile – come, del resto, la riserva legale – costituisce, in ogni caso, una componente attiva di patrimonio netto che necessariamente concorre alla sua determinazione e non può rimanere integra in presenza di una perdita che incide sul capitale sociale.

¹¹⁸ Così STRAMPELLI, op. cit. p. 163.

disposizione in esame esige che in nessun momento (e non soltanto nel momento in cui il prestito o la garanzia sono concessi) le poste del netto vincolate a tutela dei creditori siano coperte dai crediti prestati dall'acquisto di azioni proprie o siano gravate dalle garanzie a tal fine fornite.

L'osservanza del suddetto precetto implica che la riserva da assistenza finanziaria può ridursi in corrispondenza a variazioni del valore del credito vantato dalla società nei confronti del finanziato e non anche a causa delle perdite di esercizio, giacché tale utilizzo renderebbe l'attivo netto, dedotto l'importo dell'assistenza finanziaria, inferiore alle somme del capitale e delle riserve indisponibili.

In altri termini al pari della riserva da azioni proprie di cui all'art. 2357 *ter* c.c., il patrimonio sociale in seguito all'emissione del finanziamento, come ricorre per il caso dell'acquisto delle azioni proprie, vedrebbe diminuire la propria consistenza per un valore calcolato sulla base del finanziamento erogato, essendo i crediti vantati nei confronti del terzo finanziato attività prive di un valore capace d'incrementare la consistenza patrimoniale della società e devono essere contabilmente neutralizzati mediante l'iscrizione nel passivo di una posta rettificativa di pari importo¹¹⁹.

In conclusione, la disciplina della riserva *ex art.* 2358, comma sesto c.c. sembra dimostrare che il legislatore, nonostante l'eliminazione del precedente divieto e la *ratio* "liberalizzatrice" della nuova disciplina dell'assistenza finanziaria, resta in parte ancorato ad una concezione della *financial assistance* quale operazione economicamente equivalente all'acquisto di azioni proprie e perciò intrinsecamente pericolosa per l'integrità del capitale sociale.

I LIMITI PROCEDURALI

La relazione degli amministratori che illustra, sotto il profilo giuridico ed economico, l'operazione, descrivendone le condizioni, evidenziando le ragioni e gli

¹¹⁹ In tal senso FREITAG, op. cit., p. 162, il quale efficacemente osserva che mediante l'iscrizione della riserva "si finge che la società, già al momento della prestazione dell'assistenza finanziaria, abbia subito una perdita di un importo pari all'ammontare dell'assistenza prestata".

obiettivi imprenditoriali che la giustificano, lo specifico interesse che l'operazione presenta per la società e i rischi ad essa connessi nonché la solvibilità della società.

3.4 La relazione degli amministratori

Un secondo limite sostanziale-procedurale è di certo posto dal terzo comma dell'art. 2358 c.c., quest'ultimo articolo dispone testualmente che gli amministratori della società sono tenuti ad attestare nella relazione ed inoltre che l'operazione ha luogo a condizioni di mercato per quanto riguarda le garanzie prestate ed il tasso di interesse praticato e che il merito di credito della controparte è stato debitamente valutato.

La relazione degli amministratori ha la funzione di assicurare un'informazione preventiva dell'operazione e di consentire ai soci di assumere consapevolmente la deliberazione di autorizzazione, richiesta dal secondo comma dell'art. 2358 c.c., che rimette la relativa competenza all'assemblea in sede straordinaria.

Detta relazione, in base a quanto stabilito dal terzo comma dell'articolo in commento, deve illustrare l'operazione da un punto di vista giuridico ed economico, evidenziandone le ragioni e gli obiettivi imprenditoriali che giustificano la stessa, nonché lo specifico interesse per la società a rendersi garante ovvero finanziatore dell'operazione considerando, per effetto, gli eventuali rischi per la liquidità della società.

Inoltre, in detta relazione gli amministratori attestano che l'operazione ha luogo a condizioni di mercato, in particolare per quanto riguarda le garanzie prestate ed il tasso d'interesse praticato per il rimborso del finanziamento, e che il merito del credito di controparte è stato debitamente valutato. Infine, i singoli amministratori della società o della controllante o alla stessa controllante, attestano che l'operazione realizza al meglio l'interesse per la società.

E' rilevante l'inserimento, nella citata relazione, del prezzo di acquisto delle azioni da parte del terzo, il generico riferimento al terzo quale beneficiario del prestito della garanzia concessa dalla società è di particolare importanza in quanto, ragionevolmente, dovrebbe consentire di individuare i beneficiari dell'assistenza in

tutti coloro che sono terzo rispetto alla parte contrattuale società e quindi anche ai soci stessi.¹²⁰

A tal proposito, qualora l'assistenza finanziaria sia prestata a favore degli amministratori della società, della controllante o della controllata (ovvero a terzi che agiscono in nome e per conto di tali soggetti), l'art. 2358, comma 5° c.c. prevede altresì che la relazione degli amministratori attesti che l'operazione realizza al meglio l'interesse della società.

Individuate le potenziali parti contrattuali, va segnalato come l'individuazione del prezzo di acquisto delle azioni, costituisce un parametro certo, concreto e reale in funzione del quale calcolare il rischio dell'esposizione della società finanziatrice.¹²¹

3.5 La delibera dell'assemblea dei soci che autorizza l'operazione proposta dagli amministratori

Il coinvolgimento dei soci della società deliberante, pur accentuato dai più elevati quozienti deliberativi dell'assemblea straordinaria, si esaurisce comunque entro i confini della mera autorizzazione (o diniego di autorizzazione) dell'operazione nei termini risultanti dalla relazione predisposta dagli amministratori, che rappresenta la sintesi finale delle trattative intercorse tra la società ed il beneficiario dell'assistenza finanziaria e pare pertanto insuscettibile di modifiche o integrazioni su iniziativa dell'assemblea dei soci. Evidentemente, l'operazione dovrà poi corrispondere esattamente a quanto indicato nella relazione ed autorizzato dall'assemblea; il che suggerisce l'allegazione alla deliberazione dell'assemblea della bozza del contratto di assistenza finanziaria e, specularmente, l'allegazione della deliberazione assembleare al contratto definitivo successivamente sottoscritto dagli amministratori.

¹²⁰ TEDESCHINI e SACCO GINEVRI, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura e dell'assistenza finanziaria nelle S.p.a. introdotta dal D.Lgs 142/2008: primi spunti applicativi*, in *Giur. Comm.*, 2009, p. 58.

¹²¹ *Contra* chi ritiene che non sia necessaria l'indicazione di un prezzo fermo ed immodificabile, essendo possibile anche l'indicazione di un meccanismo che consenta la successiva sua determinazione, tralasciando l'altra ipotesi che beneficiare dell'assistenza finanziaria, cioè la sottoscrizione delle azioni di nuova emissione (così TEDESCHINI e SACCO GINEVRI, op.cit., p. 68, nota n.8).

Giova precisare che sia l'acquisto che la sottoscrizione delle azioni, pur essendo accomunate, relativamente all'assistenza finanziaria, dalla stessa disciplina, in realtà presentano notevoli differenze, infatti nell'acquisto di azioni il prezzo, che dovrà scaturire dalla contrattazione tra le parti, dovrà essere corrisposto all'alienante che potrà essere anche la società, mentre nella sottoscrizione delle nuove azioni il valore del conferimento, determinato dalla delibera di aumento del capitale sociale, dovrà essere versato nelle casse sociali.

Non è espressamente previsto che la sottoscrizione "favorita" dall'assistenza finanziaria debba necessariamente riguardare un aumento di capitale "*destinato o riservato*" ad un terzo (soggetto beneficiario del finanziamento), con limitazione del diritto di opzione, essendo possibile, contrariamente a quanto risulta dallo schema del decreto delegato, in cui il mancato riferimento alla sottoscrizione viene spiegato in relazione al fatto che, in caso di sottoscrizione di azioni a seguito di aumento di capitale "*la determinazione di un prezzo di emissione in ragione della prevista sottoscrizione da parte del soggetto che gode di assistenza finanziaria presupporrebbe un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione*", un aumento di capitale sociale "aperto". Infatti, sarebbe rispettata la disciplina prevista dall'art. 2358 c.c., se si ritenesse ammissibile, come si ritiene, l'assistenza finanziaria volta a "favorire" la sottoscrizione di un già deliberato aumento di capitale, e non solo di quello "*destinato*" con esclusione del diritto di opzione.

3.6 Le analogie con la disciplina delle azioni proprie

Parte del nucleo normativo oggetto dell'intervento riformatore del d. Lgs. n.142/2008 è rappresentato – come si è avuto modo fin qui di spiegare – dalla disciplina dell'acquisto di azioni proprie e dal divieto di assistenza finanziaria.

Questi istituti, come detto hanno numerosi elementi che li accomunano (vedi il rispetto del limite sostanziale; la costituzione di una riserva da imputare nel passivo del patrimonio sociale etc.), ma anche alcuni elementi che li differenziano, come ad esempio l'interesse o gli interessi che le stesse tendono a perseguire.

L'investimento su propri titoli da parte delle società azionarie costituisce notoriamente uno dei profili di più sensibile divaricazione tra gli ordinamenti societari europei e quelli nordamericani.

In questi ultimi l'abbandono della disciplina del *legal capital*¹²² ha consentito un progressivo sviluppo degli *share buybacks*, ai quali il *board of directors* (il nostro organo amministrativo, che negli Stati Uniti esegue l'attività attraverso gli *Officers*) è tendenzialmente legittimato a procedere entro i medesimi limiti contemplati per le altre forme di distribuzione di plusvalenze patrimoniali ai soci.

Nella maggior parte delle legislazioni statali vige infatti la regola – scolpita nel § 6.40 del R.M.B.C.A. (*Revised Model Business Corporation Act*) – che vieta il *repurchase* (al pari della *distribution*) quando la Corporation non sia in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni (*equity insolvency test*) o qualora risulti negativa la differenza fra le attività, da un lato e dall'altro, l'importo delle passività e dell'ammontare che sarebbe necessario, se la società fosse liquidata al tempo della distribuzione, a soddisfare le pretese degli azionisti di privilegio maggiore rispetto a quello dei beneficiari della distribuzione (*balance sheet test*).

Meno lontani dal modello europeo si rivelano altri stati, come il Delaware, i quali permettono agli amministratori di procedere all'acquisto di azioni proprie fino a quando il capitale non venga intaccato (*impaired*) o comunque mediante l'impiego di utili o riserve disponibili (*unreserved and unrestricted earned or capital surplus*).

Il denominatore comune a tutte le normative nordamericane è in ogni caso il riconoscimento di una competenza primaria degli amministratori ad assumere la relativa decisione, in virtù della prevalenza dell'aspetto finanziario dell'operazione, e l'essenza di limiti massimi predeterminati all'ammontare dell'acquisto.

Agli antipodi rispetto al modello statunitense si collocava l'impostazione rigorosamente restrittiva che ispirava la Seconda Direttiva Comunitaria, la cui originaria formulazione, per un verso, permetteva ai diritti nazionali di vietare l'acquisto di azioni proprie, e per altro verso, subordinava l'operazione, ove consentita dallo stato membro, al rispetto delle condizioni del limite quantitativo del capitale sociale, alla preventiva autorizzazione assembleare, all'integrale liberazione delle azioni acquistate, alla presenza nel patrimonio netto della società di valori

¹²² Come noto negli Stati Uniti in sede di costituzione non occorre che la società sia dotata di un capitale minimo, oltretutto indisponibile da parte dei soci. Per una maggiore esemplificazione del confronto in materia di obbligatorietà o meno del capitale sociale si veda *A che serve il capitale? Piccole glosse a L. Enriques - J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case Against The European Legal Capital Rules*.

ulteriori rispetto al capitale sociale ed alle riserve indisponibili, per coprire economicamente detto acquisto.

In questi ultimi anni si è peraltro assistito in molti stati membri dell'U.E. ad un'evoluzione normativa caratterizzata dall'allentamento dei più rigorosi vincoli all'acquisto di azioni proprie originariamente previsti in alcuni ordinamenti nazionali (come ad esempio quello francese e quello tedesco) ed ad uno speculare ampliamento dei poteri degli amministratori di poter disporre delle azioni in portafoglio (*treasury stocks*): esemplari, in quest'ultima direzione, appaiono le nuove regole sulle *treasury stocks* introdotte nel 2003 in Inghilterra (secc. 152° - 162G del Companies Act del 1985, successivamente riformato), e l'espressa legittimazione del c.d. trading di azioni proprie operata dalla coeva riforma italiana.

L'attuale disciplina, nell'avvicinare l'acquisto di azioni proprie alla distribuzione di dividendi, con un'evidente assonanza rispetto all'analogo trattamento riservato al *buy-back* e al *pay-out* nelle già evocate legislazioni nordamericane, rende 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 non solo di procedere all'acquisto di azioni proprie ma anche di prestare *financial assistance* (ovvero essere garante) per l'acquisto di azioni della società emittente, 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. 2476 c.c. (e per i finanziamenti infragruppo v. l'art. 2497 *quinquies* c.c.).

In questa prospettiva, caratterizzata da una crescente responsabilizzazione degli amministratori, si iscrive anche la nuova disciplina dell'assistenza finanziaria, oggetto di una radicale rivisitazione da parte del legislatore comunitario che, come ampiamente trattato nei precedenti paragrafi, presenta numerose analogie con la disciplina delle azioni proprie. Infatti, sotto il profilo "sostanziale" e "procedurale".

La concessione di assistenza finanziaria viene ora regolata sul modello dell'acquisto delle azioni proprie, con ulteriore spostamento decisionale (e delle responsabilità) sugli amministratori. La procedura di assistenza finanziaria muove infatti dalla predisposizione di una relazione sull'operazione da parte dell'organo amministrativo, il cui contenuto è analiticamente indicato dal terzo comma dell'art. 2358 c.c., ai sensi del quale tale documento deve illustrare l'operazione sotto il profilo giuridico ed economico, ed evidenziare "*rischi che essa comporta per la liquidità della società e la solvibilità della società*". Detta relazione dovrà restare "*depositata presso la sede sociale durante i trenta giorni per l'iscrizione nel registro delle imprese*" così da garantire l'informazione anche dei terzi e, in particolare, dei creditori sociali.

Va peraltro osservato che questi ultimi non hanno alcun diritto di opposizione, ne è richiesto un controllo omologatorio sulla delibera ad opera del notaio verbalizzante, ai sensi dell'art. 2346 c.c.: disposizione, quest'ultima, che non è richiamata dalla norma in esame a differenza di quanto avviene, ad esempio, per le deliberazioni aventi ad oggetto l'emissione di obbligazioni, la delega agli amministratori all'aumento di capitale sociale e la costituzione dei patrimoni destinati.

L'identità di ispirazione con la disciplina dell'acquisto di azioni proprie è confermata dal sesto comma dell'art. 2358 c.c., che individua il limite massimo delle somme impiegate per l'erogazione di prestiti e delle garanzie fornite nell'importo complessivo "*degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato*", specificando che a tal fine si deve tenere conto anche dell'eventuale acquisto di proprie azioni ai sensi dell'art. 2357 c.c.

L'analogia tra i due istituti viene però meno sul versante penale, non potendosi evidentemente e come meglio sarà specificato nel capitolo dedicato alle

responsabilità degli amministratori (cfr. Cap VII), applicare estensivamente la fattispecie incriminatrice dettata dall'art. 2628 c.c. con riferimento alla violazione delle norme sull'acquisto delle azioni proprie.

La violazione del nuovo art. 2358 c.c. potrà pertanto assumere rilievo penale solo se ed in quanto integrante uno dei reati posti a tutela del patrimonio sociale o ancora contro le infedeltà patrimoniali o gli abusi di mercato.

Diversamente, sul versante civilistico, resta naturalmente ferma la responsabilità degli amministratori e di chi abbia concorso nel loro illecito per i danni causati alla società dalla conclusione dell'operazione in assenza dei requisiti di legge. Risultando del tutto irrilevante sotto questo profilo la preventiva autorizzazione assembleare.

Infine, a completamento della descrizione delle analogie e differenze degli istituti in commento occorre precisare che gli stessi presentano un intreccio normativo, proprio al quarto comma dell'art. 2358 c.c. in cui la nuova disciplina dell'assistenza finanziaria contiene la specifica previsione della ipotesi in cui quest'ultima è prestata dalla società proprio per l'acquisto di azioni detenute già in portafoglio dalla società emittente ed anche al penultimo comma del medesimo articolo, in cui continua ad avere efficacia il disposto normativo che vieta l'accettazione da parte della società di azioni proprie in garanzia: divieto di carattere assoluto, che vale tra l'atro ad escludere la liceità di clausole statutarie che ancora prescrivano che gli amministratori all'atto dell'entrata in carica prestino cauzione mediante azioni della stessa società (con riferimento alle quali si dovranno peraltro verificare, in relazione al loro effettivo tenore, i presupposti per una conversione nella richiesta che gli amministratori siano proprietari di un certo numero di azioni; art. 1424 c.c.).

CAPITOLO IV

LA DISCIPLINA DELL'ASSISTENZA FINANZIARIA NELLE S.R.L.

4.1 Introduzione

Nelle società a responsabilità limitata, l'art. 2474 c.c. introdotto dal d.lgs 6/2003¹²³ e recante la disciplina delle operazioni sulle proprie partecipazioni, non ha subito alterazioni rispetto alla precedente versione.

La disciplina delle operazioni sulle proprie partecipazioni, quindi, rimane assolutamente rigorosa anche post-riforma, permanendo il divieto di effettuare operazioni di acquisto delle proprie partecipazioni ovvero di fornire garanzia per il loro acquisto o la loro sottoscrizione.

Al riguardo, dunque, la disciplina della società a responsabilità limitata è una disciplina che permane inflessibile e che oggi, dopo il più recente intervento del legislatore, risulta essere piuttosto diversa da quella dettata per le società per azioni, la quale può invece, rispettivamente nei limiti indicati ed alle condizioni previste, acquistare azioni proprie nonché accordare prestiti o fornire garanzie per il loro acquisto o la loro sottoscrizione.

Tradizionalmente, si è inteso ascrivere il divieto in esame all'obiettivo della tutela del capitale sociale nei confronti di possibili pratiche di c.d. “*annacquamento*” o di rimborso anticipato ai soci, ritenute di pregiudizio per gli interessi dei creditori sociali¹²⁴. Alcuni autori, com'è noto, hanno dubitato dell'esclusività di tale funzione, prospettando la tesi che la norma, per quanto posta a presidio del capitale sociale, abbia altresì la finalità di contrastare eventuali manovre abusive degli amministratori a vantaggio di determinati soci o soggetti terzi loro “graditi”¹²⁵. Il dibattito in merito

¹²³ Sostituendo il precedente art. 2483 c.c.

¹²⁴ In questo senso M. TANZI, *Commento all'art. 2474*, in NICCOLINI e STAGNO d'ALCONTRES, *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, III, p. 1546.

¹²⁵ Cfr. M. DI RIENZO, *Il divieto di operazioni sulle proprie quote nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. Soc.*, 1992, p. 165 e ss.

ai profili funzionali della disposizione in esame non è dunque esaurito, costituendo tuttora argomento meritevole di approfondimento.

4.2 Le ragioni del divieto

Come già osservato per le società per azioni (Cfr. Cap. II), il fondamento della norma in commento è generalmente rinvenuto nell'opportunità di adottare una misura di protezione dell'integrità del capitale sociale idonea a prevenire eventi da cui potrebbero derivare, da una parte, la non corrispondenza del capitale al valore dei conferimenti ricevuti, dall'altra una dissimulata riduzione dello stesso¹²⁶. La relazione al codice civile del 1942 (Cfr. Cap. II, 2.1) riconduceva il divieto all'opportunità di “vietare che la società possa speculare sulle partecipazioni dei proprio soci o garantirsi con esse, quando l'acquisto di esse si risolverebbe in una prematura restituzione del capitale sociale”.

Proprio in ragione del divieto, parte della dottrina ha ritenuto ammissibile alcune fattispecie particolari di acquisto, le quali non realizzano ipotesi di illecita restituzione del capitale sociale, quali ad esempio l'acquisto di proprie partecipazioni da parte della società “a titolo gratuito”, sia per atto tra vivo che *mortis causa*, purché le partecipazioni siano interamente liberate; e l'acquisto di proprie partecipazioni da parte della società finalizzato al loro annullamento o alla corrispondente riduzione del capitale sociale¹²⁷.

Va peraltro sottolineato che la *ratio* della tutela del capitale sociale, più volte sottolineata anche nella simmetrica operazione nelle società per azioni ed idonea a

¹²⁶ Prima della riforma G. SANTINI, *Delle società a responsabilità limitata*, in *Commentario Scialoja – Branca*, 1992, vol. V, p. 179 e ss. ove ulteriori riferimenti alla dottrina precedente; G. RACUGNO, *Le operazioni sulle proprie quote nell'attuazione della seconda Direttiva CEE*, in *Riv. Soc.*, 1987, p. 68 e ss.; M. DI RIENZO, *Il divieto*, p. 163 e ss.; A. NOVARESE, *La liquidazione agli eredi della quota del socio defunto di società a responsabilità limitata in presenza di clausole statutarie limitative del trasferimento mortis causa delle quote*, in *Dir. Fall.*, 1991, II, p. 371. Dopo la riforma, G. RACUGNO, *Operazioni sulle proprie partecipazioni nella nuova s.r.l.*, in *Società*, 2003, p. 373.

¹²⁷ MENTI, *Sub art. 2474*, in *Comm. Breve Cian-Trabucchi*, Padova, 2007, p. 2909; R. ALESSI, *Il socio di se stesso: l'art. 2357 c.c.*, in *Riv. Soc.*, 1984, p. 468; V. SALAFIA, *Acquisto da parte di S.r.l. di proprie quote*, in *Società*, 1992, II, p. 1060; M. SANTORO, *Portata del divieto*, in *Società*, 2000, p. 1092.

sorreggere l'esistenza del divieto di assistenza finanziaria, non sembrerebbe rispondere in modo esaustivo al fondamento del divieto di acquisto di proprie quote.

A tal proposito occorre evidenziare che – a differenza di quanto previsto per le S.r.l. – nelle S.p.a. è consentito l'acquisto “*selettivo*” di azioni proprie, pur sussistendo analoghe e coincidenti esigenze di tutela del ceto creditorio. Alla luce di tale ultima considerazione, parte della dottrina¹²⁸ ha cercato di giustificare il divieto posto per le S.r.l. non già in relazione alla tutela dell'integrità del capitale sociale, bensì sulla base di riflessioni di ordine “tecnico-formale”, ossia in ragione del fatto che, non essendo la partecipazione sociale “*incorporata*” in un “*titolo*” qualora la società acquistasse proprie quote il rapporto obbligatorio si estinguerebbe per confusione, in base ai principi civilistici (art. 1253 c.c.).

Diversamente, sostengono tali autori, nella S.p.a. la normale incorporazione delle partecipazioni in certificati¹²⁹ impedirebbe – quale conseguenza del principio di sopravvivenza del rapporto, allorché il medesimo sia rappresentato in un titolo di credito – l'estinzione per confusione della relazione sottostante.

Invero, questa interpretazione non appare convincente ove si consideri, da un lato, che anche nelle S.p.a. l'incorporazione delle partecipazioni in “*titoli*” è solo eventuale (ben potendo la società deliberare nel senso della loro non emissione) dall'altro, la circostanza che l'estinzione del rapporto (contrattuale o obbligatorio) per confusione, non è sempre conseguenza imposta dall'ordinamento, essendo previsto più di un caso in cui è tollerata l'esistenza di un rapporto giuridico unisoggettivo¹³⁰.

¹²⁸ In tal senso si veda M. DI RIENZO, *Il divieto*, p. 168; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, 1991, vol. II, p. 4.

¹²⁹ G. RACUGNO, *Le operazioni sulle proprie quote nell'attuazione della Se conda DirettivaCee*, in *Riv. soc.*, 1987, p. 69; M. SANTORO, *Portata del divieto*, p. 1095.

¹³⁰ Come evidenzia M. DI RIENZO, *Il divieto*, p. 174, “*Nel nostro ordinamento sono diversi i casi, soprattutto fuori dalla disciplina societaria (come nell'art. 490, n. 1, c.c., relativo agli effetti dell'accettazione dell'eredità con beneficio d'inventario; nell'art. 512 ss. c.c. concernenti la separazione dei beni del defunto da quelli dell'erede; negli artt. 512 ss. c.c. concernenti la separazione dei beni del defunto da quelli dell'erede; nell'art. 15, comma 3, l. camb. e nell'art. 17, comma 3, l. ass., che contemplano entrambi l'istituto della girata c.d. di ritorno) in cui nonostante sia avvenuta la riunione del lato attivo e passivo di un rapporto obbligatorio in capo ad uno stesso soggetto non si verifica la confusione*”.

Sembra maggiormente fondato, in definitiva, l'orientamento dottrinale secondo cui le ragioni del divieto in esame risiedono nelle peculiarità strutturali del tipo s.r.l. e, in particolare, nella rilevanza e centralità che in esso assume la "posizione" del socio¹³¹.

4.3 Ambito di applicazione

Già in epoca anteriore alla riforma era stata riconosciuta la possibilità che la società possedesse partecipazioni proprie, nel caso di acquisto a titolo gratuito di quote interamente liberate: tale ipotesi, si diceva, non confliggeva con quanto disposto dal previgente art. 2483 c.c., né veniva a creare alcuna restituzione del capitale, a danno dei terzi. Si era, peraltro, esclusa, l'operatività del divieto per il caso di acquisto da parte della società di quote proprie, finalizzato al loro annullamento ed alla corrispondente riduzione di capitale.

Se, quindi, in passato è stata ravvisata la sopravvivenza del rapporto sociale nella ipotesi sopra citate, potrebbe attualmente ritenersi ammissibile tale operazione in casi ulteriori, quali ad esempio, l'ipotesi del recesso.

La disamina in merito all'individuazione dell'ambito applicativo del divieto in esame presuppone di considerare separatamente le ipotesi in cui l'acquisto della partecipazioni abbia luogo a seguito di un esborso a carico della società rispetto a quella in cui esso derivi – quale effetto mediato e indiretto – da una più complessa vicenda acquisitiva (ad es. permuta).

Analoga differenziazione è peraltro accolta dalla disciplina in materia di azioni proprie, dato che essa assegna alla fattispecie di acquisto a titolo oneroso un regime maggiormente rigoroso, sottintendendo di ritenere altre forme di acquisto di minore pericolosità.

Relativamente agli acquisti "diretti" a titolo oneroso, appare pacifico che il divieto ricomprenda anche le operazioni poste in essere mediante società fiduciarie o per interposta persona¹³².

¹³¹ M. STELLA RICHTER JR., in AA.VV., *Il diritto delle società, Manuale breve*, Milano, 2006, p. 288 e ss. e M. DI RIENZO, *Il divieto*, p. 185.

¹³² F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, p. 91.

Diversamente, con riferimento al tema degli acquisti gratuiti e indiretti, l'assenza di una specifica disciplina che li autorizzi – come ricorre nelle s.p.a. – induce l'interprete ad assumere posizioni rigorose, con la conseguenza che il divieto in esame pare doversi applicare anche alla fattispecie contemplate dall'art. 2357 *bis*¹³³.

Relativamente alla disciplina in esame, pur non ammettendo *de visu* eccezioni o deroghe di sorta rispetto al suo ambito di applicazione, vale ugualmente la pena di chiedersi se il divieto in esame risulti o possa risultare operante nel caso dell'acquisto di partecipazioni finalizzato alla riduzione del capitale sociale e loro conseguente annullamento poiché nel caso – non contemplato dall'art. 2357 *bis* ma senz'altro assimilabile dal punto di vista effettuale – dell'acquisto in esito all'esercizio del diritto di recesso di un socio¹³⁴.

Infine, per quanto il precetto normativo in esame non contempli espressamente la fattispecie della “sottoscrizione”, è opinione ampiamente condivisa che il divieto di “operazioni” abbia portata tale da impedire alla società di sottoscrivere aumenti del proprio capitale sociale¹³⁵.

Anteriormente all'entrata in vigore della riforma del diritto societario, la dottrina¹³⁶ sembrava, non senza dubbi e perplessità, per la tesi dell'ammissibilità

¹³³ F. CARBONETTI, op. cit., p. 30, evidenziava la necessità di estendere l'applicazione del divieto a tutte le ipotesi desumibili dagli artt. 2357 e 2357 *bis*, sulla base di un'interpretazione rigorosa de divieto.

¹³⁴ Atteso che nell'ipotesi di riduzione volontaria del capitale sociale l'efficacia della relativa delibera si produce successivamente al decorso del termine di 90 gg di cui all'art. 2482, ogni soluzione di maggiore apertura parrebbe comunque subordinata alla circostanza che l'acquisto della quota divenga efficace contestualmente alla delibera di riduzione del capitale sociale. Questa conclusione non è stata condivisa dal Trib. di Casale Monferrato, 12 marzo 1993, in *Riv. Not.*, 1995, p.1059, con nota di DELLE VERGINI, il quale - proprio con riferimento ad un caso di riduzione per esuberanza - ebbe ad affermare che “Non v'è il rischio che la titolarità delle distinte posizioni contrattuali venga a confondersi in capo ad un unico soggetto senza che - come nel caso di specie - vi sia la mediazione di un titolo di credito, in quanto detta unisoggettività è da considerarsi contestualmente eliminata a mezzo di legittima riduzione di capitale sociale”.

¹³⁵ M. TANZI, *Commento all'art. 2474*, p. 1563, secondo cui “il divieto di sottoscrizione di proprie partecipazioni viene imposto (solo) con riferimento solo alla concessione di prestiti o alla fornitura di garanzia. Ciò denota un'imprecisione nella formulazione della norma, peraltro già riscontrabile nell'art. 2483”. D'altra parte, rileva l'Autore, “non è possibile vietare l'acquisto della propria partecipazione e ammettere incondizionatamente la sottoscrizione”.

¹³⁶ F. CARBONETTI, *L'acquisto*, p. 91; G.C.M. RIVOLTA, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato Cicu-Messineo*, 1982, p. 378.

della riduzione del capitale sociale effettuata mediante “riscatto” di proprie quote, invocando l’applicazione delle norme sulla riduzione del capitale sociale nelle s.p.a.

A tal proposito il previgente art. 2496 c.c. prevedeva che la riduzione del capitale sociale di una s.r.l. dovesse aver luogo “*nei casi e nei modi prescritti per la società per azioni*” senza precisare quali norme si intendessero richiamate.

A causa della generalità del rinvio normativo, in dottrina si sono sviluppate due opposte tesi: I) una maggiormente liberale, secondo cui il richiamo della disciplina delle s.p.a. implicitamente avrebbe inteso richiamare anche l’art. 2357-*bis* consentendo così anche per le s.r.l. di procedere alla riduzione del proprio capitale mediante l’acquisto (e successivo annullamento) di proprie quote¹³⁷; II) una seconda più rigorosa, intesa ad affermare la vigenza del divieto di acquisto, ritenendo che la disposizione in esame intendesse richiamare l’art. 2445, che, disciplinando le diverse modalità di esecuzione della riduzione del capitale sociale nelle s.p.a., non contemplava l’acquisto di azioni proprie¹³⁸.

Il legislatore della riforma, cercando di superare le sopra descritte perplessità ha statuito anche per le s.r.l. espresse modalità esecutive della riduzione del capitale sociale, stabilendo che essa può ora aver luogo, ai sensi dell’art. 2482, “*mediante rimborso ai soci delle quote pagate o mediante liberazione dei medesimi dall’obbligo dei versamenti ancora dovuti*”. E’ palese come il dato letterale induca, anche con riferimento alla fattispecie da ultimo considerata, all’accoglimento della soluzione più restrittiva.

Resta quindi da esaminare la particolarità della seconda eventualità, ossia se la società possa acquistare proprie partecipazioni a seguito dell’esercizio del diritto di recesso (senza previsione di riscatto a carico della società) da parte di taluno dei soci, senza necessità di far ricorso all’ingresso di terzi nel capitale¹³⁹.

¹³⁷ G.C.M. RIVOLTA, op. ult. cit.; M. SANTORO, *Portata del divieto*, p. 1093; G. SANTINI, *Della società*, p. 180; M. DI RIENZO, *Il divieto*, p. 199 e ss.

¹³⁸ Il comma 1 dell’art. 2445 (ante riforma) così recitava: “*La riduzione del capitale, quando questo risulta esuberante per il conseguimento dell’oggetto sociale, può avere luogo sia mediante liberazione dei soci dall’obbligo dei versamenti ancora dovuti, sia mediante rimborso del capitale ai soci, nei limiti ammessi dagli artt. 2327 e 2412*”.

¹³⁹ In questo senso P. PISCITELLO, in *Riv. soc.*, 2002, II, p. 1495, fa osservare che “*in piccole società, infatti, proprio l’acquisto delle quote da parte della società consentirebbe una rapida definizione dei rapporti, senza variare la compagine sociale con l’ingresso di terzi*”. Cfr. anche G.C.M. RIVOLTA, op. ult. cit., p. 377 e ss.; S. MASTRUZZI, *La riforma*,

Il dato normativo che emerge dalla riforma del diritto societario, sembra anche in questo senso rendere non percorribile l'idea dell'acquisto delle quote da parte della S.r.l., difatti, l'art. 2473 prevede il rimborso della partecipazione mediante acquisto da parte degli altri soci, da parte di un terzo ovvero, in ultima istanza, con l'impiego di riserve disponibili e contestuale accrescimento delle partecipazioni in capo ai superstiti¹⁴⁰, senza contemplare in alcun modo la possibilità che la società proceda all'acquisto della quota in questione¹⁴¹. Per di più, l'avvenuta liberalizzazione del diritto di recesso pare aver esorcizzato la preoccupazione, giustificata nel regime previgente, di un rimborso anticipato del capitale sociale attuato mediante un recesso mascherato.

4.4 Le novità della riforma

L'intervento legislativo del 1986 ha esteso, di fatto, il divieto in esame alle operazioni di assistenza finanziaria¹⁴² recependo in proposito i principi da tempo formulati dalla giurisprudenza di cassazione e ponendo altresì fine al relativo dibattito dottrinale¹⁴³.

E' prevalente l'orientamento secondo cui esso colpisca le operazioni di finanziamento destinate a fornire provvista sia per l'acquisto di partecipazioni esistenti sia per la sottoscrizione di partecipazioni di nuova emissione. A questa ipotesi, la giurisprudenza ha assimilato l'accollo da parte della società del pagamento

p. 98; M.F. BARONI, *Commento all'art. 2474*, in *Commentario Maffei Alberti*, 2005, vol. III, p. 1924.

¹⁴⁰ Così D. GALLETTI, *Commento all'art. 2473*, in *Commentario Maffei Alberti*, 2005, vol. III, p. 1914.

¹⁴¹ Possibilità consentita espressamente per le S.p.a. dall'art. 2437 *quater* c.c..

¹⁴² Mentre l'art. 2483 c.c. recitava, nella sua originaria formulazione, "*in nessun caso la società può acquistare o ricevere in pegno le proprie quote*", il d.p.r. 10 febbraio 1986 n.30 con cui è stata data attuazione in Italia alla Direttiva 77/91/CEE del 13 dicembre 1976 che ha modificato la norma in esame disponendo a riguardo che "*in nessun caso la società può acquistare o accettare in garanzia le proprie quote, ovvero accordare prestiti o fornire garanzie per il loro acquisto o la loro sottoscrizione*".

¹⁴³ La Corte di Cassazione con la sentenza 4 ottobre 1984 n. 4916, suffragata da dottrina pressochè unanime, ebbe a sostenere l'applicabilità alle s.r.l. del divieto di assistenza finanziaria previsto per le s.p.a. dall'art. 2358 ritenendo che esso dovesse intendersi come "*espressione manifesta di un divieto generale che coinvolge anche la disciplina delle società a responsabilità limitata*".

del corrispettivo da parte del socio che ha acquistato le partecipazioni della medesima società¹⁴⁴.

Relativamente al divieto di “accettare” proprie partecipazioni in garanzia, l'accettazione di proprie partecipazioni in garanzia ben potrebbe sfociare, ove il creditore esercitasse la garanzia, in un'acquisizione di partecipazioni da parte della società¹⁴⁵.

Tuttavia si può osservare che, in primo luogo l'acquisto automatico delle proprie quote ricevute in garanzia da parte della società creditrice è vietato dall'art. 2744 (divieto di patto commissorio); inoltre, l'assegnazione del bene oggetto della procedura espropriativa al medesimo creditore precedente costituisce solo uno dei possibili esiti della procedura stessa, il che induce a ritenere che – da questo punto di vista – il divieto ora considerato appare non del tutto giustificato¹⁴⁶.

4.5 Le conseguenze in caso di violazione

A differenza di quanto ricorre nelle società per azioni, la norma in commento non fornisce all'interprete indicazioni in ordine alle sanzioni conseguenti alla sua violazione.

Conseguentemente, occorre considerare separatamente le ripercussioni che la violazione del divieto di legge spiega a proposito degli atti c.d. interni alla società, consistenti nelle eventuali deliberazione consiliari o decisioni dei soci volte ad autorizzare l'esecuzione delle attività vietate, rispetto all'attività negoziale attuativa delle medesime.

¹⁴⁴ Così Cass. Civ. n. 4916/1984 da ultimo citata ove si legge che “*accollarsi il pagamento dovuto da chi ha comprato le quote, cioè compiere operazioni espressamente vietate dall'art. 2358 c.c., determina o rischia di determinare analoghi pregiudizi a quegli stessi interessi, protetti dal divieto previsto all'art. 2383 c.c. quanto agli interessi dei creditori sociali, la loro garanzia sta nel fatto che il valore nominale delle quote trovi il suo controvalore nel patrimonio sociale netto. Ma netto è il capitale sociale dedotti i debiti della società, il quale dunque non corrisponde più al valore nominale delle quote se una parte di esso è impegnato per il pagamento del debito assunto da terzi per l'acquisto di quote*”.

¹⁴⁵ In tal senso M. DI RIENZO, *Il divieto*, p. 205 e ss.

¹⁴⁶ Si noti che la proibizione dell'acquisizione di garanzia sulle proprie quote si riferisce al solo caso della garanzia in senso proprio, atteso che nessun impedimento sorge laddove il debitore detenga quote della società-creditrice (concorrendo quindi alla realizzazione della generica garanzia ex art. 2740 c.c.)

Relativamente agli atti c.d. interni della società è oramai consolidato l'orientamento secondo cui in tale circostanza la deliberazione assunta dalla società è affetta da nullità per illiceità dell'oggetto. Laddove si tratti di decisioni dei soci troverà perciò applicazione quanto disposto dall'art. 2479-ter comma 3°, secondo cui *“le decisioni aventi oggetto illecito o impossibile e quelle prese in assenza assoluta di informazioni possono essere impugnate da chiunque vi abbia interesse entro tre anni dalla trascrizione”* delle medesime nel libro dei soci.

Qualora invece si tratti di deliberazioni assunte da organo amministrativo pluripersonale, in assenza di specifica disciplina, dovrebbe valutarsi la possibilità di applicare – in via analogica – il rimedio previsto dall'art. 2388, comma 4°, per le s.p.a. in tema di invalidità di delibere consiliari¹⁴⁷.

Diversamente, con riferimento all'attività negoziale attuativa delle operazioni in questione, la dottrina maggioritaria¹⁴⁸ propendeva già prima della riforma per *“la nullità assoluta ed insanabile dell'acquisto con la sopravvivenza del rapporto sociale e l'obbligo delle reciproche eventuali restituzioni”*¹⁴⁹.

Questa conclusione troverebbe conferma nella caratterizzazione marcatamente personalistica della s.r.l., la quale impedirebbe alla società (acquirente della quota) e al socio (venditore della propria partecipazione) di invocare *“alcuna scusante relativa alla consapevolezza (o meno) del fatto che il tipo di operazione posta in atto*

¹⁴⁷ Atteso che l'impugnabilità delle deliberazioni sociali sopraindicate è subordinata all'osservanza di determinati limiti temporali, emerge l'interesse a valutare le conseguenze derivanti dall'ipotetica presenza nello statuto di una clausola che – in violazione al divieto in esame – autorizzi la società a responsabilità limitata a procedere all'acquisto delle proprie quote. Tale eventualità, tutt'altro che teorica, è stata recentemente analizzata in dottrina, S. D'AGOSTINO, *Clausola di gradimento e acquisto di proprie quote nella srl: analisi di un caso concreto*, in *Società*, 2004, p. 1202, ove l'Autore – prendendo spunto da una vicenda pratica – ha rilevato che, qualora si riconoscesse la liceità di una previsione statutaria che legittimi l'acquisto di proprie quote, gli amministratori sarebbero tenuti ad agire, da un lato, in conformità alla prescrizione statutaria, dall'altro, in palese contrasto con un divieto imposto da una norma imperativa. Conseguentemente, appare corretto sostenere che il divieto in esame ricada non solo sull'acquisto in sé ma anche sulla clausola statutaria, che ne preveda in concreto la sua realizzazione.

¹⁴⁸ G. SANTINI, *Della società a responsabilità limitata*, in *Comm. cod. civ.* SCIALOJA E BRANCA (a cura di), *Libro V, Del lavoro, (artt. 2472-2497)*, 1992, p. 180; G. RACUGNO, *Le operazioni*, op. cit. p.1062; M. DI RIENZO, *Il divieto di operazioni sulle proprie quote nella società a responsabilità limitata*, Riv. soc. 1992, p. 191 e ss.; M. TANZI, *Commento all'art. 2474*, p. 1560; G. PICCININI, *Commento all'art. 2474*, in P. BENNAZZO-S.PATRIARCA (diretto da), *Codice commentato delle s.r.l.*, Torino, 2006, p. 322 e ss.

¹⁴⁹ G. SANTINI, *Della società*, p.180.

*fosse loro (peraltro da una norma proibitiva esplicita in tal senso) in ogni caso preclusa*¹⁵⁰.

La diversa tesi dell'annullabilità sostenuta in passato da una dottrina minoritaria¹⁵¹ non sembra potersi condividere dato che, in mancanza di impugnazione dell'atto viziato nei termini di legge, l'acquisto si consoliderebbe in capo alla società con al conseguente violazione della norma in esame¹⁵².

Infine, come fatto per quanto riguarda le società per azioni occorre interrogarsi sulla sanzione conseguente alla sottoscrizione diretta o indiretta delle proprie quote. Alcuni autori¹⁵³ hanno in merito evidenziato l'opportunità di applicare – in via analogica – quanto disposto dall'art. 2357-*quater* commi 2° e 3° con la conseguenza che in tali si avrà *“la riqualificazione soggettiva dell'atto, con imputazione degli effetti in capo ai soci fondatori o agli amministratori, che abbiano sottoscritto in nome proprio quantunque per conto della società”*.

A ben vedere, tale rimedio si presenta come efficace strumento di tutela dei creditori sociali, giacchè costoro potrebbero risultare concretamente pregiudicati dalla sanzione della nullità, e dai conseguenti obblighi restitutori nei confronti della società.

¹⁵⁰ Cfr. M. DI RIENZO, *Il divieto*, p. 191.

¹⁵¹ *Ex multis* v. V. SALAFIA, *Acquisto*, il quale è del parere che per poter valutare l'efficacia degli atti di acquisto di proprie quote in spregio al divieto di legge occorrerebbe un approccio casistico. L'Autore rileva che *“se lo scopo della legge è quello di evitare che nel patrimonio della società a responsabilità limitata vi siano quote del suo capitale, il rimedio contro gli acquisti di quote del capitale proprio non può essere quello dell'annullamento dell'acquisto, il cui esercizio sarebbe in ogni caso rimesso alla discrezionalità della società nel cui interesse esso è previsto dalla legge ma la prescrizione agli amministratori di una condotta specificatamente diretta a rimettere in circolazione quelle quote di capitale, condotta di cui essi devono rispondere verso la società e verso i terzi. E allora se alla società a responsabilità limitata ni può disconoscersi la capacità di agire relativamente all'acquisto di quote del suo capitale ma contemporaneamente deve disconoscersi il potere di conservare gli effetti dell'acquisto, mi sembra che la valutazione dell'efficacia degli atti di acquisto di quote del capitale proprio da parte della società a responsabilità limitata debba farsi caso per caso”*.

¹⁵² G. RACUGNO, *Le operazioni*, p. 1062.

¹⁵³ G. PICCININI, *Commento all'art. 2474*, p. 322 e ss.

CAPITOLO V

L'ASSISTENZA FINANZIARIA – LE IPOTESI APPLICATIVE – LE CAUTELE

5.1 La concessione di finanziamenti e garanzie da parte della società per l'acquisto di azioni proprie

Il Legislatore individua due particolari ipotesi nelle quali l'assistenza finanziaria viene circondata da particolari cautele.

La prima delle ipotesi ricorre nella circostanza in cui la società presti assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie (*treasury stock*) da essa stessa detenute. Con riferimento a tale fattispecie, il quarto comma dell'art. 2358 c.c., introduce alcune significative deroghe alla disciplina ordinaria dettata dall'art. 2357 *ter* c.c. per l'alienazione di azioni proprie. L'autorizzazione andrà infatti accordata dall'assemblea straordinaria (con le relative maggioranze), che dovrà assumere una specifica delibera in tal senso, non rilevando né la previsione di possibili “*operazioni successive di acquisto e di alienazione*” eventualmente contenuta nell'originaria delibera dell'assemblea (ordinaria) di autorizzazione al *trading* di azioni proprie *ex* art. 2357 *ter* c.c., né la generica autorizzazione all'intera operazione richiesta dal secondo capoverso dell'art. 2358 c.c.

Inoltre, si pone l'ulteriore problema della determinazione del prezzo di vendita delle azioni. L'art. 23, par. 1, della II dir. soc., come modificato dalla dir. 2006/69/CE infatti, statuisce, che la vendita debba avvenire al “*giusto prezzo*”.

Il Legislatore Italiano ha ritenuto che, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (il testo della norma è “*azioni negoziate in un mercato regolamentato*”) il “*giusto prezzo*” deve essere almeno pari al prezzo medio ponderato¹⁵⁴. L'art. 106 del d. Lgs 24 febbraio 1998 n. 58, non chiarifica quale

¹⁵⁴ M. S. SPOLIDORO, op. cit, p. 75, osserva che il riferimento alle norme primarie, verosimilmente, riguarda il comma 2 dell'art. 106 d. Lgs 24 febbraio 1998 n. 58, dove si

configurazione di prezzo debba essere utilizzata (prezzi ufficiali, medi, di chiusura); secondo parte della dottrina¹⁵⁵ nell'ipotesi di quotazione in unico mercato si dovrebbe “*calcolare la media dei prezzi ufficiali di ciascun giorno di borsa aperta, ponderata per la quantità scambiate in quel giorno*”, invece nel caso di mercati sui quali i valori negoziati siano più di uno, sembra necessario ponderare anche i diversi mercati di negoziazione dei titoli nei sei mesi antecedenti la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea straordinaria.

Peraltro, è in facoltà della società richiedere un prezzo maggiore, mentre nelle società, le cui azioni non sono quotate (società c.d. chiuse) il prezzo “*è determinato secondo i criteri stabiliti dall'art. 2437 ter, secondo comma*” per la liquidazione della quota del socio receduto. Il rinvio alla disciplina dell'art. 2437 ter c.c. è riferito soltanto ai criteri di valutazione (patrimonio della società, prospettive di reddito ed eventuale valore di mercato delle azioni), non anche alle procedure connesse alla valutazione che la legge detta in materia di recesso.

In dottrina si osserva che sarebbe stato opportuno che, nelle società chiuse, ove manca un prezzo di mercato delle azioni acquistate o sottoscritte da chi usufruisce dell'assistenza finanziaria della società, venisse affiancato all'organo amministrativo la relazione di un esperto esterno, per la verifica del “*giusto prezzo*”, come previsto dall'art. 2501 bis nel caso di fusione con indebitamento¹⁵⁶.

La seconda delle ipotesi in cui il legislatore ha imposto l'adozione di un procedura c.d. “*aggravata*”, si verifica nella circostanza in cui beneficiari dell'assistenza finanziaria sono i “*singoli amministratori*” della società o della controllante o la stessa controllante ovvero terzi che agiscono in nome proprio ma per conto dei predetti soggetti. In tal caso, il legislatore dispone che la relazione degli amministratori dovrà attestare altresì “*che l'operazione realizza al meglio l'interesse della società*” come testualmente disposto dall'art. 2358 c.c. (nell'art. 23 bis della dir. 2006/68/CE, si parla di “*operazione non contraria al miglior interesse della società*”).

parla di “*prezzo non inferiore a quello medio di mercato ponderato degli ultimi dodici mesi o de minor periodo disponibile*”.

¹⁵⁵ F. CANNELLA, *Commento all'art. 106*, in *La disciplina delle società quotate ne testo unico della finanza*, a cura di Marchetti e Bianchi, Milano, 1999, p. 338.

¹⁵⁶ Così STAROLA, *Acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Guida al Diritto*, 2008, p. 2656.

Si tratta di una formulazione tanto lata quanto insidiosa, che per un verso accentua il rigore della corrispondente norma Comunitaria, che si limitava a richiedere l'accertamento della compatibilità dell'operazione rispetto all'interesse sociale, mentre per altro verso omette di prevedere quelle adeguate garanzie circa le conseguenze dell'operazione che il testo novellato della Seconda Direttiva invece evoca espressamente.

Infine, la previsione che l'operazione debba riguardare “*singoli amministratori*” parrebbe comunque escludere il ricorso a tale procedura aggravata in ipotesi di piani di *stock option* destinati genericamente a tutti i componenti dell'organo amministrativo, nell'ambito di più generali politiche di incentivazione e fidelizzazione delle figure apicali e dirigenziali.

A quest'ultimo riguardo va anzi segnalato che il penultimo comma dell'art. 2358 c.c. conferma il tradizionale *favor* legislativo per le operazioni di assistenza finanziaria effettuate a favore di dipendenti della società (o di quelli di società controllanti o controllate), che vengono espressamente esonerate dall'applicazione delle regole si qui considerate, con la sola eccezione del limite quantitativo dell'importo, che anche in questo caso è rappresentato dalla somma degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato, e dell'obbligo di iscrivere la corrispondente riserva indisponibile nel passivo del bilancio¹⁵⁷.

¹⁵⁷ Così sul punto 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*. Relazione introduttiva al Convegno “*Il capitale sociale: funzione e disciplina dopo la “nuova” Seconda Direttiva*”, organizzato dalla *Rivista di Diritto dell’Impresa* insieme al Dipartimento di Diritto dell’Economia dell’Università di Firenze e al Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, 17 ottobre 2008.

5.2 L'investimento da parte della Banca nel capitale d'impresa ed i possibili conflitti d'interessi

Una particolare, per non dire singolare, ipotesi applicativa (seppur in modo del tutto indiretto) di assistenza finanziaria in favore dei soci (o dei terzi), potrebbe (l'uso del condizionale è d'obbligo) verificarsi nella circostanza in cui la banca pur finanziando la società nella esecuzione della propria attività sociale ovvero in una specifica operazione sociale, viene soddisfatta del credito emesso in favore della società debitrice mediante il riconoscimento e l'emissione in suo favore di partecipazioni sociali recanti un valore patrimoniale (o di mercato) superiore al debito contratto.

L'ordinamento vigente, infatti, permette alle banche di possedere partecipazioni in imprese non finanziarie, con determinati limiti volti ad impedire il sorgere di conflitti di interessi.¹⁵⁸

Tutto ciò è in conformità con la disciplina Comunitaria, la quale permette tuttavia di possedere limiti più stringenti.

Viene chiarito che l'acquisizione di questo tipo di partecipazione, deve essere effettuato con il fine di arricchire i vari canali di finanziamento delle imprese, e quindi non con la finalità di aumentare le attività svolte dalle banche in nuovi settori.

Già qui viene dimostrato implicitamente un limite voluto dal legislatore, ossia quello d'impedire di possedere delle partecipazioni di controllo, come dovrebbero essere se il fine fosse quello di aumentare le attività svolte dalle banche.

La decisione di assumere partecipazioni spetta alla banca, che non deve chiedere autorizzazioni ma deve solo rispettare certe condizioni dato che l'acquisto di partecipazioni può comportare maggiori rischi di altri mezzi di finanziamento, e quindi condizioni più rigide.

L'investimento di una banca nel capitale di imprese, specie non finanziarie, può, come detto, determinare l'insorgere di conflitti di interesse nei casi in cui la

¹⁵⁸ Cfr. D. LUCARINI ORTOLANI, *Le partecipazioni delle banche nelle imprese non finanziarie*, in AA. VV., *La nuova disciplina dell'impresa bancaria*, a cura di U. MORERA-NUZZO, vol. II, *L'attività delle banche*, Milano, 1996.

banca intervenga, oltre che come investitore diretto nel capitale di rischio, anche fornendo altri mezzi e servizi finanziari.

Rilevanti conflitti di interesse possono sorgere nel caso di banche che investono nel capitale di altre imprese nella forma tradizionale dell'assunzione di partecipazioni, specie quando si tratti di partecipazioni in imprese non finanziarie con cui la stessa banca o altra società del gruppo bancario intrattiene anche relazioni creditizie o di altra natura e, in quanto azionista, abbia il potere di nominare uno o più componenti del *board* chiamati a concorrere nelle deliberazioni concernenti, direttamente o indirettamente, le relazioni creditizie o di altra natura dell'impresa con l'intermediario.

Da considerare anche i conflitti di interesse che si manifestano quando una banca (o un gruppo bancario) azionista di un'impresa investa nel capitale di rischio della stessa anche mediante uno strumento di *private equity* ovvero fornisca alla medesima impresa finanziamenti e servizi di consulenza.

A titolo di esempio, possono essere descritti come casi di interesse confliggente le situazioni in cui una banca (un gruppo bancario) sfrutti la propria capacità di influenza sullo strumento di *private equity* e sulle relative politiche di investimento:

- in modo da favorire la propria posizione di azionista diretto o di creditore, ad esempio usando informazioni privilegiate per decidere il *timing* di entrata/uscita dell'investimento diretto o orientando le politiche di investimento in funzione della propria posizione di fornitore di capitale di debito;

- in modo da procurarsi relazioni d'affari con le imprese finali a condizioni non di mercato o che altrimenti non sarebbero state allacciate, ad esempio relazioni creditizie, servizi di sottoscrizione e collocamento, consulenze in materia finanziaria.

Un caso particolare di rischio di conflitti di interesse è quello connesso con le e transazioni *leveraged buy-out* (L.B.O.), frequenti negli investimenti di *private equity*.

Tali transazioni sono caratterizzate da una struttura finanziaria che combina capitale di debito e capitale di rischio. E' prassi di mercato che in tali operazioni il soggetto gestore (es. una S.G.R.) e una banca appartenenti a un medesimo gruppo o comunque legati da rapporti di controllo o influenza offrano mezzi finanziari sotto forma, rispettivamente, di investimento nel capitale e di erogazione di finanziamenti; alla prestazione di mezzi finanziari spesso si aggiunge la prestazione di servizi di consulenza in materia di fusioni, acquisizioni, strategie d'impresa. Il rischio di

conflitti, implicito nella prestazione combinata di mezzi e servizi finanziari diversi, è reso ancora più acuto nell'ipotesi in cui la banca o altre entità del gruppo investano nel capitale delle imprese target, oltre che attraverso lo strumento di *private equity*, anche direttamente (*direct e coinvestment*).

5.2.1 Il quadro normativo

La disciplina generale a presidio dei conflitti di interesse è costituita, nell'ordinamento vigente, dagli artt. 2373, 2391 e 2391 *bis* del codice civile.

Il primo sancisce l'annullabilità della delibera assembleare assunta con il voto determinante del socio in conflitto.

Il secondo detta procedure deliberative improntate a criteri di trasparenza applicabili nei casi in cui un componente dell'organo di amministrazione della società abbia nella specifica deliberazione un interesse, in proprio o per conto terzi, un conflitto con quello della società.

Il terzo prevede che le operazioni delle società "*aperte*" (ossia, con azioni quotate o diffuse tra il pubblico) con "*parti correlate*" siano effettuate in conformità di principi di correttezza procedurale e sostanziale e che adeguate informazioni su tali transazioni siano rese note al pubblico.

Con specifico riferimento alle transazioni LBO, l'art. 2501 *bis* del codice civile – introdotto in occasione della riforma del diritto societario – stabilisce le modalità e le condizioni alle quali può essere realizzata una fusione tra società tra cui sia intercorsa una transazione della specie (ossia, un'acquisizione di una società da parte di un'altra, mediante assunzione da parte della prima di debiti la cui garanzia di rimborso è costituita dal patrimonio della società acquisita).

La nuova previsione civilistica risponde, essenzialmente, all'esigenza di superare le perplessità manifestate dalla giurisprudenza di legittimità circa la compatibilità delle transazioni LBO con il divieto di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie (principio, questo, di derivazione Comunitaria e già affermato nel nostro ordinamento dall'art. 2358 c.c.).

Infine, disposizioni in materia di gestione dei conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti, che possono insorgere nello svolgimento

di servizi e attività di investimento e accessori, sono state dettate con il regolamento congiunto Banca d'Italia-CONSOB in attuazione dell'art. 6, comma 2-*bis*, T.U.F.

Tali disposizioni si applicano anche alle attività e ai servizi di consulenza in materia di struttura finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, e alla consulenza e altri servizi nel campo delle concentrazioni e del rilievo di imprese.

5.2.2 Le conclusioni

L'ipotesi applicativa in esame, alla luce delle considerazioni e del quadro normativo *ut supra* descritto, fa sorgere alcuni dubbi in ordine alla potenziale violazione (o meno) della disciplina dell'assistenza finanziaria.

Infatti, appare tangibile la circostanza che qualora la banca ricopra “solamente” il ruolo a lei più consono, cioè quello di finanziatore, sia difficile (per non dire impossibile) poter incorrere in una ipotesi di violazione diretta dell'art. 2358 c.c..

La società debitrice, per l'appunto, restituendo quanto finanziato dalla banca, ha di fatto posto in essere una semplice operazione finanziaria funzionale e strumentale alla propria attività sociale. Diversamente, (potrebbe) sollevare qualche perplessità la differente ipotesi in cui la banca, pur erogando un finanziamento, alla conclusione del procedimento di rimborso divenga anch'essa “socia” della società all'uopo finanziata.

In quest'ultima ipotesi, a parere dell'interprete, la sottoscrizione delle partecipazioni sociali da parte della banca rappresentano la conseguenza di un finanziamento (indiretto) erogato (direttamente) sì dalla banca, ma adempiuto dalla società mediante il ricorso all'istituto della “*datio in solutum*”.

La società, infatti, al fine di rimborsare il debito maturato nei confronti della banca mutuante “potrebbe” offrire a quest'ultima un numero di azioni recanti un valore patrimoniale pari all'importo erogato ovvero inferiore al credito concesso, e proprio in quest'ultima ipotesi, si verifica l'inversione delle posizioni tra la banca (interessata ad entrare a far parte della compagine sociale, come spesso capita nelle operazioni commerciali) e la società finanziata (che diviene “garante”

indirettamente¹⁵⁹ della sottoscrizione delle partecipazioni da parte della banca), violando quindi (indirettamente) la disciplina dell'art. 2358 c.c.

In tale circostanza, come già evidenziato nel precedente paragrafo, assume un ruolo centrale l'organo amministrativo (evidenziando ciò la possibilità che sorgano potenziali conflitti d'interesse).

Infatti, l'approvazione da parte dei soci di un'operazione come quella descritta che tipicamente esula dalle competenze assembleari, ma rientra in quelle del consiglio di amministrazione, può implicare la responsabilità dei soci stessi per gli effetti (negativi) che ne dovessero derivare alla società.

Premesso che non appare possibile che tale decisione dei soci faccia venire meno la responsabilità degli amministratori, i quali in prima istanza appaiono comunque responsabili, quanto meno perché le loro attestazioni (se pure con il senno di poi) si sono rivelate non corrette, ci si pone il dubbio se la stessa faccia sorgere una responsabilità concorrente, per esempio nei confronti dei creditori sociali, da parte dei soci stessi; la risposta positiva sembrerebbe essere una logica conseguenza.

Al fine di valutare se l'operazione sopra descritta possa ritenersi ammissibile occorre effettuare una valutazione in merito alla natura di un determinato atto gestorio. La giurisprudenza sul punto ha elaborato la teoria dei c.d. "*vantaggi compensativi*", ossia la considerazione dei benefici di cui la società può fruire in conseguenza della realizzazione della suddetta operazione.

Sulla base della predetta teoria, per valutare la sussistenza di un eventuale pregiudizio, appare necessario tenere in debita considerazione il fatto che la conduzione di un'impresa normalmente non si estrinseca nel compimento di singole operazioni, bensì nella realizzazione di strategie economiche destinate a prender forma e ad assumere significato nel tempo attraverso una molteplicità di atti e comportamenti.

Conseguentemente una normale operazione di finanziamento intrapresa da una società, può trasformarsi, in corso di esecuzione, in un'operazione indiretta (ammessa, qualora sia "patrimonialmente coperta" dalla società) di finanziamento da

¹⁵⁹ La società mutuata non rimborsa più un credito (alla banca) ma diventa garante-debitrice di un finanziamento intrattenuto – in parte – per l'acquisto di azioni da parte della banca stessa.

parte della società stessa (*ex art. 2358 c.c.*, per l'acquisto delle partecipazioni sociali della società finanziata) che attribuendo *in solutum* alla banca proprie azioni, quale parte del finanziamento ricevuto, indirettamente garantisce la futura socia (*rectius*: la banca) per il residuo valore (di mercato) che dette azioni hanno intrinsecamente maturato.

5.3 Le delibere assembleari con cui i soci dispongono la distribuzione di dividendi e riserve straordinarie

Da ultimo, quale ulteriore ipotesi applicativa di assistenza finanziaria, va osservato come l'attuale disciplina, nell'avvicinare l'acquisto delle azioni proprie alla distribuzione dei dividendi, con un'evidente assonanza rispetto all'analogo trattamento riservato al *buy-back* ed *pay-out* nelle già evocate legislazioni nordamericane, renda ineludibile il problema dell'introduzione di correttivi corrispondenti a quelli contemplati da quegli ordinamenti, primo fra 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 casi di distribuzioni di riserve (abbia essa luogo a titolo di corrispettivo per l'acquisto delle 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.

CAPITOLO VI

LE IPOTESI ALTERNATIVE IN CUI RICORRE (O NON RICORRE) L'ASSISTENZA FINANZIARIA

6.1 Introduzione

L'istituto dell'assistenza finanziaria, a seguito del recepimento della “nuova” seconda Direttiva Comunitaria da parte del legislatore italiano, ha trovato piena attuazione nel nostro ordinamento giuridico.

La Direttiva 2006/68, come fin qui analizzato, ha infatti riscritto il paragrafo 1 dell'originario art. 23 della Seconda Direttiva, accordando agli stati membri la facoltà di consentire alla società l'anticipazione di fondi nonché la concessione di prestiti o di garanzie per le acquisizioni di azioni di propria emissione da parte dei terzi.

Tuttavia, il Legislatore Italiano ha esercitato la suddetta facoltà, limitando il suo esercizio al mantenimento di determinati presupposti “*quantitativi*” e “*procedurali*”¹⁶⁰, come testimonia l'esordio del nuovo art. 2358 c.c. che riafferma il divieto di accordare, direttamente o indirettamente, prestiti “*se non alle condizioni previste dal presente articolo*”.

Nei paragrafi precedenti, sono state analizzate le ragioni sottese alla vigenza del suddetto divieto anteriormente l'entrata in vigore della novella Comunitaria che presentano quale denominatore comune la tutela e la salvaguardia del patrimonio sociale, soprattutto nella circostanza in cui la società effettua un'operazione di *financial assistance*, seppur a condizioni eque di mercato.

Ebbene, la tutela del patrimonio sociale (nei sistemi che ancora riconoscono, come il nostro ordinamento, efficacia al mantenimento del “*legal capital*”¹⁶¹) trova

¹⁶⁰ Cfr. Cap. III.

¹⁶¹ “*Main Building Block is the concept of subscribed capital protected from distributions; Second Building Block is the use of balance sheets to determine any distribution; Third Building Block of the second European law directive is giving authority at the general share*

applicazioni anche nelle “*ipotesi c.d. alternative*” in cui (comunque) pur non ricorrendo testualmente l’assistenza finanziaria, si applica la relativa disciplina.

6.2 La rinuncia ad una pretesa creditoria da parte della società

La prima delle ipotesi c.d. alternative di assistenza finanziaria è da individuare nella rinuncia ad una pretesa creditoria da parte della società. Questa ipotesi è stata, tra l’altro, oggetto di analisi da parte dei giudici della Suprema Corte di Cassazione¹⁶², anteriormente l’entrata in vigore della recente novella, nella quale questi ultimi hanno disposto che “*il divieto di accordare prestiti o fornire garanzie per l’acquisto o la sottoscrizione di proprie partecipazioni, stabilito per le società a responsabilità limitata dall’art. 2483 c.c. (nel testo applicabile *ratione temporis*, ora sostituito dall’art. 2474 c.c.), in quanto volto a garantire l’effettività del capitale sociale (e le regole di versamento almeno parziale del capitale sottoscritto), non trova applicazione nell’ipotesi in cui la società rinunci a perseguire ulteriormente una pretesa creditoria litigiosa nei confronti dell’acquirente o del sottoscrittore*”: in tale ipotesi, infatti, diversamente da quanto accade in caso di rinuncia ad un credito certo, l’aumento di capitale non si concretizza in un apporto proveniente in sostanza dal patrimonio della società stessa, senza immissione di ricchezza nuova da parte del sottoscrittore, non potendosi porre la rinuncia ad una mera possibilità (l’esito vittorioso della lite) sullo stesso piano della mancata acquisizione di un valore patrimoniale sicuramente esistente.

holders meeting concerning: all matters relating to an amendment of the subscribed capital; fundamental decision concerning transactions linked to capital maintenance”. Così il Prof. MARK PHILIPPE WELLER dell’Universitat Mannheim, nel suo intervento al seminario dal titolo: *Beyond Legal Capital? The Question from the Italian Point of View*, organizzato dall’Università di Bergamo il 28 maggio 2009.

¹⁶² Inoltre: “*Il contratto di transazione concluso tra due società di capitali, con il quale l’una rinuncia a proseguire in giudizio l’azione risarcitoria nei confronti dell’altra, in cambio dell’impegno da parte di questa di sottoscrivere un programmato aumento di capitale della società rinunziante, non configura un negozio in frode al divieto di concedere prestiti per la sottoscrizione di partecipazioni proprie, di cui all’art. 2474 c.c., poiché la rinuncia alla pretesa non può essere ricondotta nell’alveo dei “prestiti” rilevanti per l’applicazione del divieto*”. Così Cass. Civ. Sez. I, 4 agosto 2009, n. 17936, che conferma C. App. Milano, 18 giugno 2004.

Come in ogni transazione si configura, certo, un *aliquid datum*, a fronte di un *aliquid retentum*, ma ciò non consente di dire che l'aumento di capitale si concretizza in un apporto proveniente in sostanza dal patrimonio della società stessa e senza immissione di ricchezza nuova da parte del sottoscrittore, non potendosi porre sul medesimo piano, né considerare tra loro fungibili, la rinuncia ad una mera possibilità (l'esito vittorioso della causa), da un lato, e la mancata acquisizione di valori patrimoniali sicuramente preesistenti, dall'altro.

Si può, pertanto, affermare che il divieto per la società di accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di proprie partecipazioni, implichi logicamente anche il divieto di erogare a tale scopo finanziamenti a fondo perduto, giacché anche in questo caso viene in gioco l'esigenza di garantire l'effettività del capitale sociale (e le regole di versamento almeno parziale del capitale sottoscritto) alla cui tutela il divieto è preordinato.

La Suprema Corte per ultimo citata, confermando la decisione dei giudici di merito, esclude che l'accordo transattivo abbia violato il divieto di assistenza finanziaria.

Secondo il giudice di legittimità, la rinuncia al credito è in linea di principio riconducibile alla nozione di “*prestito*”, di cui all'art. 2483 c.c. (testo previgente). Tuttavia, la rinuncia ad una pretesa litigiosa non può mai essere assimilata alla rinuncia al credito, per gli effetti di cui all'art. 2483 c.c., a causa della differente ripercussione che le due fattispecie provocano sul patrimonio della società. Infatti, mentre la rinuncia al credito implica la rinuncia ad un bene, il credito, già esistente nel patrimonio sociale, l'abbandono di una pretesa litigiosa si sostanzia, al contrario, nella «*rinuncia ad una mera possibilità (l'esito vittorioso della causa)*», e non ad un valore patrimoniale preesistente.

Tuttavia, Per accertare se ricorra una violazione diretta del divieto *de quo*, occorre indagare sul significato dell'espressione “*accordare prestiti*” contenuta negli artt. 2358 e 2483 (oggi, nell'art. 2474) c.c. ed, in particolare, sulla possibilità di ricondurre la rinuncia a proseguire in giudizio un'azione risarcitoria nell'alveo dei prestiti rilevanti per l'applicazione del divieto.

Certamente, rientrano nel disposto normativo tutti i negozi giuridici che sono tipicamente finalizzati al finanziamento, ossia il mutuo, le aperture di credito, gli sconti, le anticipazioni bancarie.

Al contrario, non risulta altrettanto agevole stabilire se anche i negozi giuridici che non siano caratterizzati da una causa tipica di finanziamento possano rientrare nel divieto in esame, in virtù di una sua interpretazione estensiva.

Sul punto, può affermarsi che l'espressione “*accordare prestiti*” viene letta, dagli interpreti, in senso non strettamente letterale, abbracciando qualsiasi negozio tipico oppure atipico volto a creare disponibilità finanziaria a favore di un soggetto terzo, al fine dell'acquisto delle partecipazioni proprie. Pertanto, sono suscettibili di configurare un prestito vietato sia i riporti, nonostante essi non siano concessioni in senso tecnico, per la loro funzione di finanziamento¹⁶³, sia ancora la concessione di una dilazione in ordine ai pagamenti dovuti alla società.

In queste ipotesi deve ritenersi che, affinché si configuri una forma di assistenza finanziaria vietata, non sono sufficienti la creazione di una disponibilità finanziaria ed il suo utilizzo da parte del beneficiario: occorre anche che sia dimostrato il nesso teleologico tra l'assistenza finanziaria e l'acquisto o la sottoscrizione delle partecipazioni¹⁶⁴.

Quanto all'elemento temporale, secondo l'interpretazione preferibile, esso è irrilevante ai fini della configurazione della fattispecie vietata dagli artt. 2358 e 2474 c.c.¹⁶⁵.

In altri termini, il requisito dell'anteriorità del finanziamento rispetto all'acquisto o alla sottoscrizione di partecipazioni proprie non è un elemento costitutivo della fattispecie incriminata. Pertanto, non si condivide l'orientamento secondo il quale il divieto *de quo* sarebbe applicabile ad operazioni di finanziamento successive alla sottoscrizione o all'acquisto soltanto mediante il ricorso alla figura del negozio in frode alla legge. Di conseguenza, la concessione di un prestito, finalizzato

¹⁶³ In dottrina, si discute se il riporto attivo rientri nell'ambito applicativo dell'art. 2357 oppure dell'art. 2358 c.c.: Cfr. VANONI, *Sottoscrizione di azioni proprie. Altre operazioni, in AA. VV., Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, a cura di Campobasso, Milano, 2003, p. 448.

¹⁶⁴ Lo scopo, se non è stato reso esplicito nella formulazione del regolamento negoziale, può comunque essere dedotto da circostanze di fatto, come i comportamenti esecutivi tenuti dalle parti: v. MORANO, *Liceità o illiceità del leveraged buy-out ?*, in *Società*, 1992, p. 889.

¹⁶⁵ Così, testualmente, VANONI, op. ult. cit., p. 450; A. VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, op. ult. cit. Milano, 2006, p. 8 e ss.; *contra*, Trib. Genova, 13 ottobre 1986, in *Giur. comm.*, 1989, II, 661; v. *amplius*, ACCINNI, *Concessione di prestiti o garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie*, in *Riv. soc.* 1994, 182; Trib. Genova, 13 ottobre 1986, in *Giur. comm.*, 1989, II, 661.

a consentire al beneficiario di rimborsare il finanziamento precedentemente ottenuto da un terzo allo scopo di acquistare o sottoscrivere le partecipazioni sociali, può ricadere direttamente nell'ambito applicativo dell'art. 2358 c.c., ove sia dimostrato il nesso causale tra il finanziamento, benché successivo, e l'acquisto o la sottoscrizione della partecipazione.

In ogni caso, non può negarsi che la prassi è in grado di dare vita a molteplici forme negoziali volte a realizzare gli stessi obiettivi presi di mira dal divieto.

Possono presentarsi, infatti, situazioni di confine di difficile inquadramento, le quali non sembrano direttamente assoggettabili al divieto di assistenza finanziaria, sebbene interpretato in maniera estensiva, ma per le quali la dottrina ha talvolta invocato il principio della frode alla legge di cui all'art. 1344 c.c. Ad esempio, si è fatto riferimento sia all'adempimento da parte della società di una prestazione dovuta anticipatamente rispetto alla scadenza dell'obbligo¹⁶⁶ sia alla rinuncia al credito.¹⁶⁷

Si tratta dunque di fattispecie che non configurano una violazione diretta del disposto di cui agli artt. 2358 e 2474 c.c., dal momento che la finalità di finanziamento appare fin troppo “sfumata” per consentire la loro ricomprensione nella dizione “*accordare prestiti*”, sia pure intesa in maniera ampia. Esse, tuttavia, possono essere ricondotte nell'alveo della frode alla legge, *ex art. 1344 c.c.*¹⁶⁸

Pertanto, concludendo, la rinuncia ad un credito derivante da pretesa risarcitoria contestata può configurarsi, alla stregua della remissione di debito, quale rinuncia ad un valore patrimoniale esistente, qualora la pretesa risarcitoria sia sorretta

¹⁶⁶ Cfr. F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, 177 ss.

¹⁶⁷ Cfr. *amplius*, sul punto, App. Milano, 18 giugno 2004, cit.; la sentenza sottolinea che chi intende far valere la nullità della rinuncia al credito per frode alla legge, ai sensi dell'art. 1344 c.c., deve dimostrare l'esistenza del credito rinunciato e la strumentalità della rinuncia all'acquisto o sottoscrizione di proprie partecipazioni: ove mancasse la prova rigorosa del collegamento teleologico, deve senz'altro escludersi l'invalidità dell'operazione. Sul punto, cfr. anche PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, vol. II*, Torino, 1991, p. 475, secondo il quale, pur escludendosi la violazione diretta del divieto, poiché mancherebbe il momento restitutorio proprio del fare prestiti, è indubbia l'applicabilità dell'art. 1344 c.c. alla remissione del debito effettuata dall'emittente a favore del futuro acquirente o sottoscrittore, finalizzata all'operazione di acquisto o sottoscrizione.

¹⁶⁸ Cfr. F. D'ALESSANDRO, *Rapporti di scambio tra una società e i suoi azionisti e divieto di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie*, in *Contr. impr.*, 1993, p. 1028, secondo la quale in questo modo diventa possibile sanzionare, ai sensi dell'art. 2358 c.c., “*ipotesi estreme di preordinazione fraudolenta dell'intero affare al solo scopo di aggirare i divieti dettati dalla legge; in assenza quindi di ogni genuino interesse delle parti allo scambio in sé e per sé considerato*”.

da adeguati elementi probanti. In questo caso, essa può costituire uno strumento tecnico per creare in capo al beneficiario una disponibilità finanziaria da utilizzare per l'acquisto o la sottoscrizione di partecipazioni della società rinunciante.

In altri termini, nella rinuncia alla pretesa giudiziale che abbia ad oggetto un credito certo nell'esistenza, benché contestato, è possibile scorgere la stessa portata lesiva dell'integrità del capitale sociale, che il disposto degli artt. 2358 e 2474 c.c. sanziona nel caso in cui tale effetto consegua ad un negozio di finanziamento.

6.3 Le operazioni di finanziamento indiretto

La seconda delle ipotesi c.d. alternative può ricorrere nella circostanza in cui l'erogazione del finanziamento è indiretto (circostanza in cui i soggetti emittenti le garanzie del caso siano le controllanti/controlate, da intendersi analogicamente e nel rispetto del dettato normativo, interposte persone.)

Sul punto autorevole dottrina, pur esponendo il fianco a numerose critiche – quale, fra l'altro la facile eludibilità della disciplina dell'assistenza finanziaria¹⁶⁹ – sostiene l'inesistibilità analogica di una disciplina speciale quale quella in commento, ad ipotesi ben diverse dalla interposizione reale: la disciplina delle società controllate e controllanti che si assistano finanziariamente.

Infatti se la società concede garanzie, il contratto deve indicare qual è l'importo garantito. Ciò può avvenire sia in modo diretto, come quando la società si impegna comunque al rimborso di certe somme a scadenze predeterminate, sia in modo indiretto, per esempio tramite l'individuazione del valore dei beni costituiti in garanzia. Se l'indicazione non è desumibile nemmeno per via indiretta, la clausola di detto contratto è inefficace, senza che ciò possa incidere su altre parti del regolamento contrattuale. L'ammissibilità di garanzie personali della società si regge sull'inesistenza di un obbligo di rimborso: non avrebbe senso prestare una garanzia personale per l'adempimento di una propria obbligazione. La garanzia qui non è concessa contro l'eventuale inadempimento rispetto ad un ipotetico obbligo di rimborso del finanziamento.

¹⁶⁹ R. WEIGMANN, *Società per azioni*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.* 1994, p. 209 e ss.

Mentre di contrario avviso, parzialmente, altra parte della dottrina che ammette la piena applicazione del divieto della disciplina dell'assistenza finanziaria, nella circostanza in cui chi abbia interesse provi l'esistenza di un "interposizione reale concreta" che ricadrebbe nel (originario) divieto *ex art. 2358 c.c.*¹⁷⁰

Il risvolto pratico dell'adozione di una delle due tesi piuttosto che di un'altra, si ha di certo nell'ambito della più ampia e generale disciplina della direzione e del coordinamento (artt. 2497 e ss. c.c.) cui sono soggette alcune società facenti parte di un più ampio gruppo, le quali emettendo una garanzia ovvero fornendo assistenza finanziaria a soci e/o terzi per l'acquisto delle partecipazioni sociali, possono – indirettamente – arrecare un pregiudizio per i soci di altre società (*in bonis*) appartenenti al gruppo ovvero agevolare attività (impieghi abusivi del patrimonio) pregiudizievoli degli amministratori.

6.4 La fusione successiva all'acquisizione con indebitamento a seguito della riforma e dell'introduzione dell'art. 2501 *bis* c.c.

Una terza ipotesi, potrebbe (l'uso del condizionale in questa circostanza è d'obbligo) essere quella della fusione successiva all'acquisto della partecipazione di controllo, introdotta recentemente con la riforma del diritto societario dall'art. 2501 *bis* c.c. (la fusione con indebitamento o il *merger leveraged buyout*).

Tuttavia, proprio l'introduzione dell'art. 2501 *bis* c.c. aveva posto fine ad un dibattito dottrinario e giurisprudenziale, riguardante la possibile violazione indiretta dell'art. 2358 nella sua formulazione originaria attraverso le operazioni di L.B.O.

La clausola di salvezza¹⁷¹ sembrerebbe evidenziare l'estraneità della fattispecie della fusione con indebitamento (nota come MLBO) rispetto alla nuova ipotesi di assistenza finanziaria eccezionalmente consentita, restando ferme nella prima ipotesi le diverse cautele procedurali previste dall'art. 2501 *bis* c.c. per tutelare gli interessi coinvolti¹⁷².

¹⁷⁰ A. DOLMETTA, *Il merger leveraged buyout nella legge delega n. 366/2001: la target da s.p.a. a s.r.l.*, in *Corr. Giur.* 2002, p. 240.

¹⁷¹ L'ipotesi in esame sarà meglio approfondita nel capitolo X, paragrafo 10.2.

¹⁷² In questi termini M.S. SPOLIDORO, *In attuazione della Direttiva 2006/68/CE su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie ed assistenza finanziaria*, in

6.5 La distribuzione degli utili e dei dividendi

Una quarta “ipotesi alternativa” di assistenza finanziaria ricorre nella circostanza in cui l’assemblea dei soci delibera di distribuire gli utili ed i dividendi allo scopo di finanziarie indirettamente l’acquisto di azioni proprie.

Infatti, come i commentatori delle nuove norme hanno subito fatto rilevare, l’abolizione del “tetto”¹⁷³ consentirebbe, in astratto, alle sole società “chiuse” di acquistare anche tutte le proprie azioni¹⁷⁴ con la conseguenza che la società diventerebbe unico azionista di se stessa¹⁷⁵. Tuttavia, giova precisare che sarà raro vedere ipotesi concrete di acquisto elevato di azioni proprie, per l’esistenza di una serie di vincoli, giuridici e non.

Si consideri infatti, anzitutto, il caso di una s.p.a. il cui attivo patrimoniale si costituito in larga parte da azioni proprie; è facile immaginare le difficoltà che quella società incontrerebbe nell’ottenere finanziamenti: chi finanzia, infatti, guarda al valore dell’azienda, che deriva non dalle azioni proprie (il cui valore è solo

Notariato, 2009, p. 75, il quale, peraltro, sottolinea che una lettura capziosa degli avverbi “direttamente o indirettamente” al comma 1 dell’art. 2358 potrebbe fare riemergere la tesi secondo cui le fusioni a seguito di acquisto del controllo per indebitamento ricadrebbero sotto il divieto dell’art. 2358. Tuttavia le condizioni dettate dalla dir. 2006/68/CE e recepite nel testo dell’art. 2358 non sembrano attagliarsi alle operazioni di MLBO, ma solo ad operazioni nelle quali ci sia una vera prestazione di prestito o garanzia da parte della società “bersaglio”. Di parere opposto A.A. DOLMETTA, op. cit., il quale ritiene che il M.B.O. risulterebbe comunque in contrasto con il divieto posto in capo alla società per azioni di fornire garanzie per l’acquisto di proprie azioni di cui all’art. 23 della II dir. soc., sulla base dell’assunto che per “garanzie” non si intendono solo le garanzie specifiche, ma in senso più ampio anche la responsabilità patrimoniale ex art. 2740 c.c. A suo dire, in caso di *reverse merger* (ossia se è la *target* ad incorporare la *newco*) la violazione si manifesta in maniera particolarmente nitida, dal momento che la *target* assume gli obblighi della società incorporata e risponde quindi con tutto il suo patrimonio (art. 2740 c.c.) dell’obbligo di restituzione assunto dalla *newco* per finanziarsi l’acquisto.

¹⁷³ V. la disciplina dell’acquisto di azioni proprie ex art. 2357 e ss. c.c.

¹⁷⁴ In effetti il caso potrebbe verificarsi: posto che la S.p.a. può acquistare le azioni solo impiegando utili o riserve disponibili, si pensi ad una S.p.a. che abbia un capitale di 300, riserva legale per 80 e riserve disponibili per 3000; le riserve le consentirebbero di certo di acquistare tutte le azioni ad un prezzo per azione pari a 10 volte il nominale (ignorando tutte le difficoltà da superare per finanziare l’operazione).

¹⁷⁵ In tal senso N. ABRIANI, op. cit., il quale evidenzia che “*la scomparsa del limite quantitativo all’acquisto di azioni proprie consente inoltre di prefigurare in termini non soltanto teorici l’ipotesi della Einmanggesellschaft, ovvero la possibilità per una S.p.a. “chiusa” dotata di adeguate plusvalenze patrimoniali di procedere all’acquisto di tutte le proprie azioni, divenendo così unica azionista di se stessa, e trasformandosi così in un patrimonio personificato di natura latamente fondazionale*”.

potenziale ed ipotetico) ma dai beni reali (materiali ed immateriali) che la costituiscono.

La decisione dell'organo gestorio di destinare l'uso degli utili e delle riserve disponibili prodotte dalla società, pertanto, non necessariamente sarà interpretata nell'ottica della costituzione di "*copertura patrimoniale*" necessaria alla realizzazione di una ipotesi di assistenza finanziaria, ma potrà soddisfare la diversa (o le diverse) esigenza della società di ritirare dal mercato delle azioni al fine di effettuare una riduzione del capitale sociale ovvero un rimborso di parte di quest'ultimo in caso di recesso del socio che conseguentemente allontanano la decisione della mancata distribuzione di utili e riserve dalla più generale ipotesi del finanziamento indiretto (di terzi o soci) e quindi dall'applicazione alla stessa della relativa disciplina dell'art. 2358 c.c., che per di più il legislatore non vieta.

Il mantenimento dell'uso degli avverbi "*direttamente o indirettamente*" nell'art. 2358 c.c., non deve (o dovrebbe) destare le preoccupazioni che hanno coinvolto i primi commentatori¹⁷⁶ secondo cui il disposto normativo in commento farebbe riemergere le tesi in forza delle quali le fusioni a seguito di acquisto del controllo con indebitamento sarebbero comprese nell'art. 2358 c.c., ovvero che costituisca operazione soggetta alla disciplina in esame anche, come qualche pratico ha pensato, la distribuzione delle riserve o di utili a nuovo effettuate dalla società subito prima o subito dopo l'acquisto di tutte le sue azioni (o della maggioranza) da parte del terzo che ha contratto un debito destinato all'acquisizione.

A tal proposito, l'ultimo comma dell'art. 2358 c.c., chiarisce il dubbio in cui sono incorsi i primi commentatori. Infatti, l'ultimo comma dell'art. 2358 c.c., come novellato, fa salvo quanto previsto, oltre che dall'art. 2391 *bis* c.c., anche quanto stabilito dall'art. 2501 *bis*, cioè la disciplina della fusione con indebitamento. Questa disposizione probabilmente non risolve completamente il problema, perché restare la parola "*salvo*" potrebbe voler dire che la disciplina dell'art. 2501 *bis* continua ad applicarsi insieme a quella nuova (ed in questo senso certamente la legge fa salvo quanto disposto dall'art. 2391 *bis* per le operazioni con parti correlate), oppure potrebbe significare (come a me pare) che essa si applica invece di quella dettata dall'art. 2358 c.c. essendo, per di più, diverse le finalità perseguite dalle due norme,

¹⁷⁶ M.S. SPOLIDORO, op. cit. p. 34.

ed inoltre il momento storico in cui le stesse sono nate, basti pensare che l'art. 2501 *bis* risale alla riforma Vietti ed aveva come finalità rendere legittima l'operazione di M.L.B.O., fino a quel momento ritenuta (per alcuni) in parte illegittima stante il divieto di assistenza finanziaria prescritto dall'originario art. 2358 c.c.

Conseguentemente, gli avverbi “*direttamente o indirettamente*” sembrano alludere, più ragionevolmente, all'interposizione di fiduciari o terzi¹⁷⁷.

6.6 Una possibilità: l'estensione della disciplina dell'assistenza finanziaria alle società di persone

Quest'ultima ipotesi non rientra di certo nel panorama delle fattispecie alternative di assistenza finanziaria, tuttavia la possibilità che il “divieto” in esame trovi applicazione in un contesto in cui il “*legal capital system*” non trova applicazione, ritengo si possa far rientrare tra le ipotesi c.d. atipiche di assistenza finanziaria.

Infatti, nella categoria delle società di persone (*latu sensu* intese), le operazioni di prestiti e garanzie sono molto meno frequenti ed hanno generalmente finalità differenti rispetto a quelli delle società di capitali. Tuttavia nella pratica, quasi tutti gli operatori si sono chiesti se lo stesso principio già analizzato per le S.p.A. debba essere applicato alle società di persone (si pensi, ad esempio, al caso tipico di una S.r.l. che ha intenzione di acquisire il pacchetto di quote di una società di persone dando in garanzia all'istituto bancario, che dovrebbe “appoggiarlo” nell'operazione, gli immobili di proprietà della società target).

Per vie “brevi” si potrebbe affermare che il Codice Civile non vieta espressamente tali operazioni per questa categoria di soggetti.

Tuttavia, tale operazione si scontrerebbe con una parte autorevole della dottrina la quale sostiene che anche nelle società di persone, in presenza delle medesime fattispecie, potrebbero manifestarsi le stesse conseguenze già illustrate per la S.p.a.¹⁷⁸

Per converso, in dottrina¹⁷⁹ si è sviluppato un orientamento contrario, che ritiene come appaia difficile estendere alle società di persone una delle motivazioni

¹⁷⁷ Così M.S. SPOLIDORO, op. cit. p. 35.

¹⁷⁸ V. SALAFIA, in *Le società*, n.1/2007.

poste a sostegno della vigente disciplina sull'assistenza finanziaria, rappresentata dal ricorrere di un possibile conflitto d'interessi tra gli amministratori e la società (salvo l'accoglimento della tesi che riconosce la possibilità, nelle società di persone, di nominare un amministratore estraneo alla compagine sociale)¹⁸⁰ perché nelle società di persone – salvo le S.a.s. – tutti i soci ricoprono il ruolo di amministratori.

Il ragionamento che sta alla base del suddetto orientamento, partendo dall'assunto di una mancanza esplicita di divieto per le società di persone, va alla

¹⁷⁹ *Notariato*, n. 10/2006.

¹⁸⁰ A tal riguardo, quella parte della dottrina favorevole alla figura di un amministratore di società personale estraneo alla compagine sociale, ritiene che fondare su questa norma la tesi dell'inammissibilità di amministratori estranei trova un limite nell'impossibilità di trasferire le medesime conclusioni sulla società in nome collettivo, ove la responsabilità solidale e illimitata di ciascun socio verso i terzi è in ogni caso garantita imperativamente dalla legge (art. 2291, 2° comma, c.c.). Pertanto, l'eventuale previsione contrattuale di un estraneo alla gestione della società non potrebbe mai pregiudicare gli interessi dei creditori sociali. Al contrario, quest'ultimi potrebbero addirittura ricavarne un vantaggio se si considera che possono sempre e comunque agire nei confronti dei soci, in quanto illimitatamente responsabili per le obbligazioni sociali, e qualora il comportamento dell'amministratore estraneo dovesse configurare un illecito, potrebbero agire anche nei confronti di questo a titolo di responsabilità extracontrattuale. Così F.TASSINARI, *La rappresentanza nelle società di persone*, Milano, 1993, p. 148 e s.

In conformità a tale impostazione, si nega, inoltre, che l'inammissibilità di amministratori interni e rappresentanti estranei alla società possa argomentarsi sulla base del riconoscimento agli amministratori di un potere originario che si fonda direttamente sul contratto sociale giacché all'art. 2259, 2° comma c.c. Lo stesso Autore, per estendere il suo ragionamento alla società semplice, è costretto a sostenere che in simile ipotesi i soci non potrebbero introdurre pattiziamente delle limitazioni della responsabilità, cadendo in tal modo in una criticabile interpretazione della disciplina codicistica *“anche ritenendosi che normalmente le posizioni di amministratore e rappresentante derivino direttamente dal contratto sociale, non vi è alcuna difficoltà nel ritenere che i soci, scegliendo di attribuire tali incarichi a soggetti estranei, facciano ricorso, stante la necessità di ottenere il consenso di un soggetto che non è stato parte del contratto sociale stesso, ad una fattispecie negoziale distinta sotto il profilo strutturale e tipologico. La tesi a suo tempo sostenuta in merito alla normale mancanza di autonomia del contratto di amministrazione, mirava esclusivamente a suggerire una semplificazione nella ricostruzione dell'istituto e non voleva porsi come punto di partenza per l'elaborazione di principi inderogabili o per la scoperta di rigidità. Non ci sono quindi difficoltà, quando le relative esigenze di semplificazione non sussistono, ad ammettere che, in tali casi, il rapporto che lega amministratori e rappresentanti alla società debba essere inquadrato nell'ambito di diversi schemi funzionali”* Così F.TASSINARI, op. cit., p. 152.

Per quanto riguarda, poi, la disposizione contenuta nell'art. 2318 c.c., secondo la quale nella società in accomandita semplice l'amministrazione va attribuita comma, c.c. si prevede la facoltà di nomina dell'amministratore con atto separato: *“quest'ultima espressione se non la si vuole riferire all'elemento strettamente documentale, può intendersi con riguardo al momento in cui la nomina è avvenuta oppure alla circostanza che alla nomina stessa si sia proceduto con un atto strutturalmente e tipo logicamente autonomo rispetto al contratto sociale”*. Così F.TASSINARI, op. cit., p. 154.

ricerca di potenziali impedimenti individuandoli nella possibile estraneità dell'operazione dall'oggetto sociale, nonché nel conflitto d'interessi potenzialmente esistente.

A tali dubbi viene data una soluzione affermando, che nella valutazione dei singoli atti aziendali, la forma può abdicare a favore della sostanza: far rientrare un atto nell'oggetto sociale, o meno, prescinde, dalla semplice verifica della lettura dell'atto costitutivo che definisce l'ambito operativo della società dipendendo, invece, dalla stretta correlazione dell'atto stesso all'attività effettivamente esercitata, per la quale la società è stata costituita.

La giurisprudenza di legittimità considera la prestazione di garanzie come una "operazione" finanziaria che può essere funzionale al perseguimento dello scopo sociale; occorre però, non prendere tale affermazione come una presunzione assoluta (nemmeno nel caso in cui tra le due società dovesse esserci un rapporto di controllo) ma verificarla nella pratica.

Potrebbe ammettersi la praticabilità dell'operazione se, per esempio, venissero soddisfatte le seguenti condizioni:

- alla società che fornisce la garanzia viene attribuito un vantaggio per la garanzia prestata, in modo da sorreggere l'operazione con una controprestazione (viene riconosciuto un *quid* parametrato al rischio che la società corre, rappresentato da una contropartita monetizzata);
- si può dimostrare che le due società lavorano unitariamente (o quanto meno in maniera coordinata) ad un medesimo progetto, in modo da escludere il conflitto d'interesse, tanto che il vantaggio ottenuto da una società produca a cascata effetti positivi sull'altra con soddisfazione economica di entrambe;
- le due compagini sociali sono simili o addirittura identiche – non è pensabile, infatti, un conflitto d'interessi, in quanto la volontà della società coinciderebbe con quella dei singoli soci (in altre parole non è ipotizzabile che gli stessi soggetti che prestano la garanzia possano eccepire successivamente la validità della decisione);
- l'operazione non viene posta in essere con il solo intento di sostituire *in toto* la compagine societaria ma viene supportata da un progetto ben delineato.

La giurisprudenza sul punto ha affermato che *“nei compiti dell’organo gestionale di una società di persone sono ”naturalmente” compresi (in carenza di espressa limitazione) non solo gli atti di ordinaria amministrazione ma anche quelli dispositivi, se configurano strumenti per la realizzazione degli scopi perseguiti dalla società di conseguenza riconducibili all’oggetto sociale: pertanto, quando due società, di cui una di persone e l’altra di capitali, sono state create per operare in modo affiancato e coordinato nello stesso settore produttivo e commerciale, con partecipazioni in larga misura sovrapposte ed inoltre con fini convergenti, senza confronto concorrenziale, l’amministratore della società di persone in carenza di esplicita deroga nell’atto costitutivo, ha il potere di concedere fideiussione per le esposizioni bancarie dell’altra, dovendo la fideiussione ritenersi compresa nell’oggetto sociale, essendo l’efficienza e la salute della società garantita obiettivi anche della prima.”*¹⁸¹.

Sulla stessa linea si pone una successiva pronuncia della Suprema Corte la quale afferma che *«nonostante l’affinità degli oggetti statuari, se le attività concretamente svolte sono prive di complementarità imprenditoriale, la fideiussione concessa da una s.n.c. in favore di una s.r.l. è atto estraneo all’oggetto sociale in quanto privo di vantaggio imprenditoriale per la società fideiubente»*¹⁸².

Anche la giurisprudenza di merito¹⁸³ ha affermato che non è configurabile un conflitto di interessi tra s.n.c. e propri soci con riferimento ad un atto della società compiuto con il consenso unanime della totalità dei soci. Nella fattispecie concreta una s.n.c. aveva concesso garanzia a favore di una s.r.l. e le due compagini societarie erano identiche.

Infine, appare utile fornire, più in generale, anche l’orientamento della giurisprudenza in tema di prestazioni di garanzia.

Infatti, al di là di quanto già analizzato con particolare riferimento alle società personali, si ritiene utile verificare la posizione della giurisprudenza, più in generale, ad oggi esistente sulle prestazioni di garanzia e più precisamente:

¹⁸¹ Così Cass. Civ. Sez. I, 26 agosto 1998, n. 8472.

¹⁸² Così la Suprema Corte di Cassazione, Sez. I, 10 aprile 1999, n. 3524.

¹⁸³ Il Tribunale di Genova con sentenza del 13 ottobre 1988.

- costituisce grave irregolarità la concessione di finanziamenti da parte della società controllante alla controllata per consentire a quest'ultima l'acquisto di azioni della capogruppo¹⁸⁴;
- l'enunciato di cui all'art. 2358 cod. civ., fatto con riferimento alle s.p.a., è tuttavia espressione di un principio generale applicabile anche nell'ipotesi di fideiussione e anche alle s.r.l. È nullo per illiceità dei motivi comuni il negozio giuridico posto in essere dall'amministratore in violazione dei divieti su di lui incombenti quando l'altra parte è consapevole della situazione¹⁸⁵;
- il principio inderogabile per il quale in nessun caso la s.r.l. può acquistare o ricevere in pegno le proprie quote, posto a tutela degli interessi dei creditori, dei soci e della società, comporta l'invalidità di ogni operazione che, comunque eseguita, tenda a conseguire risultati analoghi. Pertanto, in caso di cessione di quote di una s.r.l., la stessa società non può validamente accollarsi il pagamento dovuto da chi ha acquistato tali quote¹⁸⁶;
- il divieto di legge posto alle s.r.l. di acquistare le proprie quote si estende anche alla fideiussione prestata a favore del socio acquirente delle quote¹⁸⁷.

¹⁸⁴ Così Trib. Milano 7 giugno 2002.

¹⁸⁵ Così la Suprema Corte di Cassazione., Sez. II, 4 ottobre 1984, n. 49169.

¹⁸⁶ Così sempre la Suprema Corte di Cass., Sez. II, 4 ottobre 1984, n. 49169.

¹⁸⁷ Così la Suprema Corte di Cass., Sez. I, 13 luglio 1981, n. 4540.

CAPITOLO VII

LE RESPONSABILITA' PENALI E CIVILI DEGLI AMMINISTRATORI NELLE OPERAZIONI DI ASSISTENZA FINANZIARIA

La violazione della disciplina dell'assistenza finanziaria può dare luogo all'infrazione delle norme penali a tutela del patrimonio sociale, contro l'infedeltà patrimoniale e contro gli abusi o i conflitti d'interesse.

Prima della riforma del diritto penale societario, avvenuta con l'entrata in vigore del d. Lgs. 11 aprile 2002 n. 61, la violazione dell'art. 2358 c.c. era penalmente sanzionata dall'art. 2630, 1 comma n. 2 c.c..

Tuttavia, dall'espressa previsione del divieto di assistenza finanziaria come reato non poteva meccanicamente evincersi la penale rilevanza dei *leveraged buyouts*, neppure qualora si fosse ritenuto (erroneamente) che qualsiasi fattispecie di L.B.O. concretasse una violazione dell'art. 2358 c.c.

Infatti, anche in questa prospettiva di massimo rigore, in realtà non sostenuta da alcuno, distinguendosi pur sempre, per contro, tra “*fattispecie illecite e fattispecie illecite di leveraged buyout*”¹⁸⁸, l'illiceità si sarebbe pur sempre concretata, sul piano civilistico, in termini di violazione indiretta, cioè di elusione (*ex art. 1344 c.c.*) del precetto proibitivo.

L'illiceità sul terreno civilistico non poteva dunque, neppure nel previgente regime, riflettersi sul piano penalistico, perché l'ampliamento della portata prescrittiva dell'art. 2358 c.c. che definiva la condotta vietata, non si sarebbe configurato come interpretazione estensiva, ma avrebbe condotto a sconfinare nell'applicazione analogica (la dottrina penalistica non mancò infatti di precisare che, anche volendo accedere alle interpretazioni civilistiche più restrittive, ciò non avrebbe avuto rilievo in campo penale, in “*presenza del divieto di analogia*

¹⁸⁸ Così P. MONTALENTI, *Il leveraged buyout*, nt.1, p. 129 e ss., e F. GRANDE STEVENS, *Intervento*, in *Dir. Fall*, I, 1990, p. 694.

costituzionalizzato dall'art. 25, secondo comma, Cost.”, in quanto “*l'identità descrittiva delle rispettive fattispecie civilistica e penalistica non reca necessariamente con sé l'inevitabile conseguenza di una soluzione interpretativa unica (...). Pretendere di trasferire automaticamente il complesso iter argomentativo civilistico sul differente piano della valutazione penalistica significa accettare preliminarmente una rottura della tipicità della fattispecie in aperta violazione della legalità sostanziale*”¹⁸⁹.

Con la riforma del diritto societario il novellato testo dell'art. 2630 c.c., che anteriormente sanzionava penalmente la violazione dell'art. 2358 c.c., riguarda fattispecie del tutto diverse, concretanti, oltretutto, illeciti amministrativi (“*Omessa esecuzione di denunce, comunicazioni o depositi*”).

Infatti, la nuova disciplina dei reati societari, diversamente da quanto previsto in particolare negli abrogati artt. 2630, 1 comma, n. 2 e 2630 *bis* c.c., non contiene più un espresso riferimento agli articoli del codice civile, ma si riferisce alle corrispondenti fattispecie, sanzionando penalmente l'acquisto o la sottoscrizione di azioni o quote (proprie o della controllante) che vengano effettuate dagli amministratori “*fuori dai casi consentiti dalla legge*” e “*cagionando una lesione dell'integrità del capitale sociale o delle riserve non distribuibili per legge*”, precisando che “*se il capitale o le riserve sono ricostituiti prima del termine previsto per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio in relazione al quale è stata posta in essere la condotta, il reato è estinto*” (così l'art. 2628, 3° comma).

Più precisamente si dovrà riflettere se l'acquisto effettuato oltre il limite “*degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato*”, concreti per ciò solo “*una lesione all'integrità del capitale sociale o delle riserve non distribuibili per legge*” o se invece tale lesione costituisca un *quid pluris*. Interrogativo legittimo non fosse altro perché il riferimento agli utili distribuibili nella norma penale è scomparso.

Pertanto, la violazione delle disposizioni dell'art. 2358 c.c., non può più dare luogo all'infrazione delle norme penali a tutela del patrimonio sociale, contro

¹⁸⁹ Così MUSCO, *La società per azioni nella disciplina penalistica*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, Vol. IX, t.1, Torino, 1994, p. 425 e nello stesso senso ACCINNI, *Profili penali delle operazioni di Leveraged-Management Buyout*, Milano, 1996.

l'infedeltà patrimoniale e contro gli abusi o i conflitti d'interesse. Tuttavia non trova applicazione l'art. 2628 c.c. che espressamente è riferito alla violazione delle norme sull'acquisto delle azioni proprie e, contenendo una norma penale, non è ovviamente applicabile per analogia.

Oltretutto non è prevista una specifica sanzione civilistica che in ragione del carattere imperativo delle norme in esame, dovrebbe essere ricavato dal primo comma dell'art. 1418 c.c. (c.d. nullità virtuale).

La nullità investe, dunque, il rapporto di finanziamento e la costituzione della garanzia, salva la responsabilità degli amministratori e di chi abbia concorso nel loro illecito per i danni causati alla società ai soci ed ai terzi.

Nessuno degli autori ha mai ritenuto potersi ravvisare nel *leveraged buyout* un'operazione in contrasto diretto con l'art. 2358 c.c., bensì, in determinate circostanze, un'elusione indiretta del precetto imperativo, conseguentemente, si può concludere che, a fortiori, la penale rilevanza di qualsiasi violazione indiretta del divieto di *financial assistance* non è più oggi configurabile¹⁹⁰.

Il *leveraged buyout* non può infatti configurarsi come operazione in pregiudizio dei creditori, sanzionata penalmente dall'attuale art. 2629 c.c. La norma non intende, infatti, configurare come fattispecie di reato la violazione di qualsiasi disposizione di legge a tutela dei creditori in occasione di operazioni di riduzione, altrimenti ci si troverebbe di fronte ad un'espansione incontrollata dell'area del diritto penale societario, in contrasto con lo spirito della riforma.

Vero è invece che il legislatore ha inteso confermare la penale rilevanza della violazione delle specifiche norme a tutela dei creditori dettate in materia di riduzione del capitale, di fusione e di scissione.

La ragione della formulazione apparentemente meno perspicua rispetto al previgente regime può ricercarsi nella volontà di non creare "guasti" sistematici o, se si vuole, di non imporre successive modificazioni alle norme penali testè approvate, successivamente alla riforma del diritto societario, che avrebbe potuto introdurre una nuova numerazione degli articoli del codice civile.

¹⁹⁰ In questo senso già il primo commento di MUSCO, *I nuovi reati*, Milano, 2002, p. 205.

In altre parole è ragionevole ritenere che si sia omissso il riferimento specifico alle norme civilistiche in vigore, perché le stesse avrebbero potuto trovare con la riforma societaria una diversa collocazione numerica.

La tesi restrittiva qui sostenuta trova del resto chiaro conforto nella relazione governativa al d. Lgs. n. 61 del 2002, in cui è scritto con chiarezza che *“la fattispecie, strutturata come reato di danno, mira a tutelare l’integrità del patrimonio sociale ed è Direttiva a sostituire l’art. 2623, n.1, c.c., che sanzionava l’inosservanza dei precetti civilistici in tema di riduzione del capitale, fusione e scissione”*.

Non sarebbe dunque sostenibile la tesi secondo cui, essendo l’art. 2358 c.c. norma a tutela dei creditori, la sua violazione nell’ambito di una fusione concreterebbe una fattispecie di reato; anche il nuovo regime intende soltanto sanzionare penalmente la violazione dei precetti di cui agli artt. 2306, 2445 e 2503 c.c., applicabile, *ex art. 2054 - novies*, 4° comma c.c., anche il caso di scissione.

In altri termini, poiché la violazione del divieto di accordare prestiti o garanzie per l’acquisto di azioni proprie non è più espressamente contemplata dal legislatore come reato, né attraverso il richiamo espresso della norma civilistica (come avveniva nel precedente regime: *cf.* art. 2630, 1 comma, n. 2, c.c. ora non più vigente), né attraverso la descrizione della condotta, si deve concludere che la violazione diretta del divieto di assistenza finanziaria non concreta più di un’ipotesi di reato.

Diverso è l’aspetto delle responsabilità che incorrono in capo all’organo amministrativo nella circostanza in cui quest’ultimo non provveda alla predisposizione della relazione sull’operazione, il cui contenuto è dettagliatamente indicato dal terzo comma dell’art. 2358 c.c., il quale ha la funzione di assicurare un’informazione preventiva dell’operazione medesima e di consentire ai soci di assumere consapevolmente la deliberazione di autorizzazione, richiesta dal secondo comma dell’art. 2358 c.c..

Infatti, gli amministratori incorrono in una responsabilità patrimoniale, nella circostanza in cui gli stessi non rispettino alcuno degli elementi procedurali e sostanziali che contraddistinguono l’assistenza finanziaria, fino a poco tempo fa vietata nel nostro ordinamento ed oggi ammessa purché venga rispettato il patrimonio della società finanziatrice e/o garante.

La violazione del nuovo art. 2358 c.c., potrà pertanto assumere rilievo penale solo se ed in quanto integrante uno dei reati posti a tutela del patrimonio sociale o ancora contro le infedeltà patrimoniali o gli abusi di mercato.

Sul versante civilistico, naturalmente, resta ferma la responsabilità degli amministratori e di chi abbia concorso nel loro illecito per i danni causati alla società dalla conclusione dell'operazione in assenza dei requisiti di legge (e segnatamente, si può sin d'ora prevedere, in caso di mancato rispetto delle condizioni di mercato), risultando del tutto irrilevante sotto questo profilo la preventiva autorizzazione assembleare. La deliberazione assembleare, come detto, offre piuttosto ai soci e ai creditori un rimedio preventivo, rappresentato dalla impugnazione della stessa ex art. 2379 c.c., per contrarietà a norme imperative poste indubbiamente a presidio di interessi di carattere generale che trascendono l'interesse dei soci.

Il carattere imperativo e la dimensione assiologica delle disposizioni in esame dovrebbe inoltre consentire l'esperimento, da parte di chiunque vi abbia interesse dell'azione di nullità ai sensi dell'art. 1418, primo comma c.c. (nullità virtuale), nei confronti dei contratti di costituzione di garanzie o di finanziamento finalizzati all'acquisto di azioni della società, che siano stati comunque stipulati in violazione dell'art. 2358 c.c.

Infine, se la *ratio* dell'art. 2358 c.c. consiste nell'assunto che l'adesione alle sue prescrizioni equivale alla soddisfazione dei principi di corretta amministrazione aziendale da parte degli amministratori, non appare azzardato ipotizzare come possibile un'azione di responsabilità sociale contro gli amministratori, proponibile da parte dei soci¹⁹¹.

In particolare se gli amministratori non si conformassero alle previsioni normative, potrebbero subire da parte dei soci che rappresentino il decimo del capitale sociale (nel caso di società quotate, l'entità è rappresentata dal ventesimo, salvo di versa previsione statutaria) la denuncia al tribunale di tali condotte ex art. 2409 c.c. Analoga azione può essere proposta dai creditori sociali: questi ultimi avrebbero la possibilità, sussistendone i presupposti, di proporre un'azione revocatoria per impoverimento del patrimonio sociale.

¹⁹¹ Così V. SALAFIA, in *Le Società*, n. 1/2007.

CAPITOLO VIII

L'ESPERIENZA AMERICANA SUL PUNTO – LE DISCIPLINE SOCIETARIE STATUNITENSI IN MATERIA DI AZIONI PROPRIE ED I RAPPORTI TRA L'ASSISTENZA FINANZIARIA ED IL *LEVERAGED BUYOUT*

8.1 Introduzione

La divergenza tra la tradizione culturale statunitense e quella italiana-Comunitaria si manifesta con molta nettezza nella disciplina societaria dell'acquisto di azioni proprie.

Premesso che, negli Stati Uniti, il diritto societario è di fonte statale, per cui sono individuabili cinquanta distinti regimi legali in tema di acquisto di azioni proprie, i sistemi normativi di diritto societario che costituiscono usuale riferimento degli studiosi, anche statunitensi, sono la *New York Business Corporation Law*, per l'importanza che riveste la piazza di New York City nell'ambiente economico-finanziario; la *Delaware General Corporation Law (Delaware Code Annotated, Title 8, Corporations)*, in ragione della tradizionale attenzione del legislatore del Delaware alle esigenze delle corporations, così da attrarre la più alta concentrazione di sedi legali di società tra tutti gli Stati dell'Unione; infine, il *California Corporations Code*, per l'approccio innovativo adottato riguardo a vari aspetti regolamentari, inclusa la disciplina del capitale. Inoltre, un ottimo angolo visuale e punto di partenza da cui valutare l'approccio generale alla materia si ottiene esaminando la disciplina prevista dal *Model Business Corporation Act (MBCA)*, documento che, pur non costituendo fonte normativa, per il prestigio dell'organo da cui promana tradizionalmente esercita notevole influenza sulle scelte operate dai legislatori dei singoli Stati¹⁹².

¹⁹² Il *Model Business Corporation Act* è elaborato dal *Committee on Corporate Laws*, costituito in seno alla *Section of Corporation, Banking and Business Law dell'American Bar Association* e ha raggiunto la terza edizione. La sua prima edizione risale al 1950, seguita da numerosi interventi di modifica, tra i quali il più radicale è stato quello operato nel 1980

Nell'ordinamento statunitense, l'abbandono della disciplina del *legal capital* ha consentito un progressivo sviluppo degli *share buybacks*, ai quali il *board of directors* (il nostro organo amministrativo, che negli Stati Uniti esegue l'attività attraverso gli *Officer*) è tendenzialmente legittimato a procedere entro i medesimi limiti contemplati per le altre forme di distribuzione di plusvalenze patrimoniali ai soci.

Nella maggior parte delle legislazioni statali vige infatti la regola – scolpita nel § 6.40 del R.M.B.C.A. (*Revised Model Business Corporation Act*) – che vieta il *repurchase* (al pari della *distribution*) quando la Corporation non sia in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni (*equity insolvency test*) o qualora risulti negativa la differenza fra le attività, da un lato e dall'altro, l'importo delle passività e dell'ammontare che sarebbe necessario, se la società fosse liquidata al tempo della distribuzione, a soddisfare le pretese degli azionisti di privilegio maggiore rispetto a quello dei beneficiari della distribuzione (*balance sheet test*).

Meno lontani dal modello europeo si rivelano altri stati, come il Delaware, i quali permettono agli amministratori di procedere all'acquisto di azioni proprie fino a quando il capitale non venga intaccato (*impaired*) o comunque mediante l'impiego di utili o riserve disponibili (*unreserved and unrestricted earned or capital surplus*). Denominatore comune a tutte le normative nordamericane è in ogni caso il riconoscimento di una competenza primaria degli amministratori ad assumere la relativa decisione, in virtù della prevalenza dell'aspetto finanziario dell'operazione, e l'essenza di limiti massimi predeterminati all'ammontare dell'acquisto.

Agli antipodi rispetto al modello statunitense si collocava l'impostazione rigorosamente restrittiva che ispirava la Seconda Direttiva Comunitaria, la cui

(James D. COX, *Financial Information, Accounting and the Law: Cases and Materials*, Little, Brown and Company, Boston-Toronto, 1980, p. 689).

Il testo del 1980 (*Revised Model Business Corporation Act*) è stato in tempi recenti sottoposto ad alcune modifiche (cfr. COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, *Changes in the Model Business Corporation Act – Fundamental Changes*, in *54 Business Lawyer*, 1999, p. 685 ss.), che, pur comportando anche alcune variazioni delle disposizioni dedicate all'acquisto di azioni proprie, non mutano la sostanza della disciplina fissata dalla precedente versione. In tema di disciplina societaria statunitense dell'acquisto di azioni proprie, cfr. BLACK, *Corporate Dividends*, p. 6.1 ss.; Barbara POZZO, *L'acquisto di azioni proprie. La storia di un problema di diritto comparato*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 362 ss.; Stefano CERRATO, *Le azioni proprie tra diritto interno e prospettive comunitarie*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 333 ss.

originaria formulazione, per un verso, permetteva ai diritti nazionali di vietare l'acquisto di azioni proprie, e per altro verso, subordinava l'operazione, ove consentita dallo stato membro, al rispetto delle condizioni del limite quantitativo del capitale sociale, alla preventiva autorizzazione assembleare, all'integrale liberazione delle azioni acquistate, alla presenza nel patrimonio netto della società di valori ulteriori rispetto al capitale sociale ed alle riserve indisponibili, per coprire economicamente detto acquisto.

8.2 La disciplina societaria (statunitense) dell'acquisto delle azioni proprie

Andando per ordine, con riferimento alla disciplina delle azioni proprie, le regole stabilite dalla legge modello statunitense sono state profondamente modificate con la versione del 1980 (il c.d. "*Revised Model Act*"). Questo testo, anticipato tra le leggi statali solo dal *California Corporations Code* del 1977, ha eliminato le nozioni di capitale nominale (*stated capital*), valore nominale delle azioni (*par value*) e di riserva (*surplus*) e, di conseguenza, ha radicalmente mutato i principi di organizzazione della società fondati su tali nozioni¹⁹³.

Tra questi, si segnalano i criteri di ammissibilità delle distribuzioni di patrimonio sociale ai soci, inclusa la disciplina dell'acquisto di azioni proprie.

Resta, infatti, principio cardine delle operazioni di una società su azioni proprie quello per cui, «dal punto di vista economico, i pagamenti eseguiti da una società per

¹⁹³ Si precisa che la novità introdotta dal *Revised Model Act* consiste nella soppressione dello *stated capital*, o capitale nominale, mentre già dall'inizio del secolo XX si ammetteva che una corporation potesse emettere azioni senza valore nominale, pur essendo dotata di un capitale nominale; sull'argomento, cfr. Giovanni FIGÀ-TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Giuffrè, Milano, 2001, p. 1 ss., ove anche una panoramica sulla disciplina delle azioni "no par" negli altri sistemi europei (Belgio, Francia, Germania, Austria) che ammettono azioni prive di valore nominale. In molti casi, come per le *actions sans mention de valeur* nominali francesi (art. 17, L. n. 98-546 del 2 luglio 1998) e le *nennwertlosen Stückaktien* tedesche (*Gesetz über die Zulassung von Stückaktien* del 25 marzo 1998) e austriache (*I.Euro-Justiz-Begleitgesetz*), simile modifica è stata introdotta nell'ambito della normativa disciplinante il passaggio all'euro delle monete nazionali europee. Da ultimo, anche in Italia si è lentamente fatta strada l'idea dell'ammissibilità di azioni senza valore nominale, pur conservandosi l'obbligo del capitale sociale minimo, che viene anzi elevato: si vedano l'art. 2328, comma 2, n. 5 e l'art. 2327 c.c., nel testo introdotto dal d.lgs. n. 6/2003.

azioni [corporation] per l'acquisto di azioni proprie devono essere considerati come una distribuzione di beni sociali, piuttosto che come acquisti di beni»¹⁹⁴.

Tuttavia, questa concezione di partenza ha trovato diversa applicazione precedentemente e successivamente all'introduzione del *Revised Model Act* e alla soppressione del parametro costituito dallo *stated capital*.

Prima del 1980, l'acquisto di azioni proprie è assoggettato ad un duplice ordine di requisiti di carattere finanziario: in primo luogo, quanto alle fonti patrimoniali, possono essere utilizzati solo valori iscritti come «*unreserved and unrestricted earned surplus*» o, se l'acquisto sia preventivamente autorizzato dall'atto costitutivo o da una deliberazione assembleare, possono essere utilizzati anche fondi corrispondenti al *capital surplus*¹⁹⁵; inoltre, l'esecuzione della "distribuzione" non deve comportare l'insolvenza della società¹⁹⁶.

¹⁹⁴ *Revised Model Business Corporation Act*, Sec. 6.31, *Official Comment*, in Melvin A. EISENBERG, *Corporations and Business Associations. Statutes, Rules, Materials, and Forms*, Foundation Press, New York, 1998, p. 517. L'ultima edizione del MBCA, che risale al 2000, non ha modificato la disciplina in esame. Sull'evoluzione del MBCA, dalla sua prima versione del 1950 al 2000, e sull'adozione delle sue norme relative alla finanza societaria nei diversi Stati dell'Unione, cfr. Richard A. BOOTH, *A Cronology of the Evolution of the MBCA*, in *56 Business Lawyer*, 2000, p. 63 ss.; Julie A. BARNETT-Noel MANALO-Kristin PICKETT-Enayat QASIMI-Michael SIRI-Michael F. SMITH-Wendy A. WEBB, *The MBCA and State Corporation Law – A Tabular Comparison of Selected Financial Provisions*, in *56 Business Lawyer*, 2000, p. 69 ss.

¹⁹⁵ Le nozioni di *earned surplus e capital surplus* sono esposte nella Sec. 2 del MBCA pre-revisione del 1980: l'*earned surplus* è costituito, essenzialmente, dagli utili netti accantonati dalla società, mentre il *capital surplus* è costituito da ogni altro surplus (ossia eccesso di attività sulle passività) diverso dall'*earned surplus*, vale a dire, essenzialmente, da apporti dei soci alla società non iscritti come capitale nominale.

¹⁹⁶ Cfr. Sec. 6 del MBCA pre-revisione 1980 e Robert C. CLARK, *Corporate Law*, Little Brown and Company, Toronto-Boston, 1986, p. 636. Nel diritto societario statunitense, si distingue tra semplici repurchases o buybacks di azioni proprie e redemptions, ossia riscatti di azioni proprie, effettuati in base a condizioni prefissate in clausole statutarie.

Fino all'introduzione del *Revised Model Act*, il riscatto di azioni era assoggettato a restrizioni contabili meno severe rispetto a quelle previste per un ordinario acquisto di azioni proprie, ritenendosi i creditori sociali maggiormente tutelati dal fatto che l'eventualità della futura distribuzione fosse già dagli stessi conoscibile attraverso l'atto costitutivo.

Oltre al limite dell'insolvenza, il requisito principale per l'ammissione della redemption consisteva nell'assicurare che il patrimonio netto residuo successivamente all'operazione fosse uguale o superiore agli ammontari necessari per la liquidazione delle quote dei titolari di azioni di rango anteriore rispetto a quelle che beneficiavano dell'operazione (CLARK, *Corporate Law*, p. 625 ss. e p. 636 s.). Si ricorda che, nel nostro sistema, le azioni riscattabili sono state espressamente disciplinate dal d.lgs. n. 6/2003, il cui art. 2437-sexies c.c. prevede appunto l'applicazione all'operazione di riscatto dei limiti fissati per l'acquisto di azioni proprie.

Con la revisione del 1980, eliminato lo *stated capital*, in quanto ritenuto inadeguato a svolgere il ruolo ad esso tradizionalmente attribuito di elemento protettivo dei creditori sociali¹⁹⁷, è dettata una disciplina unitaria per qualunque trasferimento di denaro o beni dalla società ai propri soci¹⁹⁸ che, necessariamente, modifica in parte i criteri precedenti.

Fermo restando il divieto di procedere a distribuzioni se questo comportasse la successiva insolvenza della società¹⁹⁹ l'ulteriore requisito consiste nell'evitare che, una volta dato corso alla distribuzione, le attività patrimoniali della società siano inferiori alle passività (salva diversa disposizione dell'atto costitutivo) incrementate dei valori che, nell'ipotesi di liquidazione della società, sarebbero necessari per soddisfare i diritti dei soci titolari di categorie di azioni di rango privilegiato rispetto alle azioni i cui titolari sono destinatari della distribuzione (Sec. 6.40 (c) (2) MBCA 2000). In buona sostanza, sono riprodotti, con qualche modifica, i criteri precedentemente applicati al riscatto di azioni proprie²⁰⁰.

Tentando una lettura ancora più semplificatrice della disciplina suggerita dal *Revised Model Act*, si può affermare che, accordando massima libertà ai soci e agli amministratori nella determinazione della struttura del patrimonio sociale, e prescindendo dalla stessa, le restrizioni all'effettuazione di distribuzioni da parte della società osservano l'unico principio generale di non violare i diritti dei soggetti

¹⁹⁷ COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, *Changes in the Model Business Corporation Act – Amendments to Financial Provisions*, in *54 Business Lawyer*, 1999, p. 1867.

¹⁹⁸ Sono compresi tra le “distribuzioni” tutti i pagamenti di dividendi in denaro o in beni in natura, ammessi negli Stati Uniti – distribuzioni ai soci di obbligazioni o altri titoli di credito a breve termine (promissory notes) –, oltre ai pagamenti eseguiti a fronte di acquisto o redemption di azioni proprie (Sec. 1.40 (6) *Revised Model Act*). Ne restano invece escluse le distribuzioni di azioni della società tra i propri soci, i c.d. “share dividends” (Sec. 6.40 *Revised Model Act, Official Comment*, in EISENBERG, p. 519 s.; CLARK, *Corporate Law*, p. 636), mentre le distribuzioni di patrimonio attivo nel procedimento di liquidazione volontaria o forzata sono assoggettate a regole differenti (Sec. 6.40 (h), che rinvia al *Chap. 14*).

¹⁹⁹ L'insolvenza è definita, con un'espressione echeggiante la nostra nozione di stato d'insolvenza ex art. 5 l. fall., come «incapacità della società di pagare i propri debiti alla scadenza nel normale corso della propria attività» (Sec. 6.40, (c), n. 1, *Revised Model Act*).

²⁰⁰ Sul punto, cfr. *supra*, nt. 194.

che vantano nei confronti della società pretese di rango anteriore rispetto alla posizione dei beneficiari della distribuzione²⁰¹.

Una notevole discrezionalità è attribuita alla società, nelle persone degli amministratori, in merito ai criteri in base ai quali accertare il ricorrere dei requisiti patrimoniali di ammissibilità dell'acquisto di azioni proprie: ferma la possibilità di sostenere la propria decisione sulla base di un bilancio ("*financial statements*") redatto secondo i c.d. *Generally Accepted Accounting Principles*, il *Revised Model Act* (ed ogni successiva versione dello stesso) consente l'adozione di qualunque altro metodo di valutazione della situazione patrimoniale-finanziaria della società che appaia ragionevole nel caso specifico²⁰².

D'altro canto, in coerenza con l'atteggiamento generalmente assunto nei confronti dei poteri-doveri e delle responsabilità degli amministratori, il *Revised Model Act* (e ogni successiva modifica) bilancia l'ampia discrezionalità accordata loro, prevedendo espressamente una fattispecie di responsabilità degli amministratori per irregolari distribuzioni di patrimonio sociale ("*unlawful distributions*": Secs. 8.30 e 8.33 MBCA 2000).

Come anticipato in precedenza, lo Stato della California da tempo adotta un'impostazione simile a quella del *Revised Model Act* e ha inaugurato la stagione della "liberazione" dal capitale nominale. Nel suo Chap. V, il *California Corporations Code* sopprime le nozioni di legal capital, par value e surplus (riserve),

²⁰¹ La previsione della Sec. 6.40 non è stata modificata nella revisione al MBCA operata nel 1999 e approvata nel 2000 (cfr. *COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, Changes in the Model Business Corporation Act, Fundamental Changes e Amendments to Financial Provisions, passim*). Pare opportuno precisare, però, che la "rivoluzione" sulla struttura patrimoniale proposta dal *Revised Model Act*, nonostante l'autorevolezza del testo, non è stata ancora recepita dalle leggi di alcuni importanti Stati, quali il Delaware e New York. Nel Delaware, per esempio, è consentita l'emissione di azioni senza *par value*, ma si conserva la nozione di capitale e di surplus, come eccedenza delle attività sulle passività (Sec. 154 *Del. Gen. Corp. Law*).

²⁰² Sec. 6.40 (d) *Revised Model Act*. Simile flessibilità è giustificata dalla circostanza che, per le società a base ristretta, non sussiste alcun obbligo di redigere bilanci di esercizio sulla base dei GAAPS, potendo limitarsi a tenere la contabilità imposta dalla disciplina tributaria (sec. 6.40, *Revised Model Act, Official Comment, in EISENBERG*, p. 522 s.). Inoltre, è generalmente ammesso che, nel formulare la propria decisione, gli amministratori facciano affidamento su pareri di esperti, che confermino l'esistenza di sufficiente surplus, a prescindere dai dati di bilancio (cfr. Sec. 6.40 (d) *Revised Model Act, Official Comment; Klang v. Smith's Food & Drug Center, Del. Supr.*, 702, A 2d 150 (1997), p. 154 ss. e Sec. 172 *Del. Gen. Corp. Law*).

introducendo al contempo nuovi parametri per l'ammissibilità dell'acquisto di azioni proprie.

Ai sensi della sua Sec. 500, sono ammesse distribuzioni di patrimonio sociale ai soci, tra cui l'acquisto a titolo oneroso di azioni proprie (Sec. 166 Cal. Corp. Code), nell'osservanza dei seguenti criteri: il valore della distribuzione non deve superare quello degli utili distribuibili dalla società (*retained earnings*); oppure, si deve assicurare che, successivamente alla distribuzione, le attività della società ammontino ad almeno 1 1/4 (ossia, 2,75) volte le sue passività e che sussista almeno parità tra le sue attività e passività correnti²⁰³.

In ogni caso, non può essere effettuata alcuna distribuzione ai soci se il suo compimento renderebbe la società insolvente, ossia «molto probabilmente incapace di soddisfare le sue obbligazioni (eccetto quelle il cui pagamento sia in altro modo previsto) alla loro scadenza» (Sec. 501, *Cal. Corp. Code*). Un approccio ancora tradizionale è invece seguito dalle legislazioni dello Stato di New York e del Delaware. La *New York Business Corporation Law* impone il limite del valore del *surplus*²⁰⁴ e della insolvenza della società (Sec. 513 (a) *N.Y. Bus. Corp. Law*)²⁰⁵. Inoltre, dal 1998 è tassativamente proibito, senza eccezioni, l'acquisto effettuato per valori corrispondenti allo *stated capital*²⁰⁶.

Analogamente, nel Delaware l'acquisto di azioni proprie è permesso, a condizione che non provochi un pregiudizio ("*impairment*") al capitale (salva

²⁰³ In alternativa a quest'ultimo criterio, ne è previsto un altro, più complesso, fondato ugualmente sul rapporto tra attività e passività correnti (Sec. 500 (a) e (b) (2) *Cal. Corp. Code*).

²⁰⁴ Non diversamente da quanto previsto dal MBCA precedente al 1980 (cfr. supra, nt. 193), il "*surplus*" è costituito dalla parte di patrimonio netto delle società diversa dal "legal" o "*stated capital*" (Sec. 102 (a) (13); "*earned surplus*", invece, è esclusivamente la parte di patrimonio netto costituita da utili accumulati durante la vita dell'impresa (Jeffrey BAUMAN-Elliott S. WEISS-Alan R. PALMITER, *Corporations Law and Policy. Materials and Problems* 5, Thomson West, St. Paul, Minn., 2003, p. 272 ss.).

²⁰⁵ Per la precisione, Sec. 102 (a) (8) della *N.Y. Bus. Corp. Law* definisce "*insolvent*" la società che si trova nella condizione d'incapacità di pagare i propri debiti alla scadenza nel corso ordinario dell'attività del debitore, analogamente alla nozione contenuta nel *Revised Model Act* e, in buona sostanza, alla nozione più diffusa d'insolvenza nei sistemi giuridici di *civil e common law*.

²⁰⁶ Dal 22 febbraio 1998 è stata abrogata la regola posta dalla Sec. 512 (b) *N.Y. Bus. Corp. Law*, che consentiva il superamento del limite del capitale nominale in alcune ipotesi eccezionali, tra cui il riscatto di azioni, il soddisfacimento di crediti della società, la eliminazione di "*fractional shares*".

l'ipotesi, naturalmente, in cui scopo dell'operazione sia la riduzione del capitale sociale – Sec. 160 *Del. Gen. Corp. Law*), ossia a condizione che i fondi utilizzati siano imputati alle riserve²⁰⁷. Peraltro, gli amministratori non sono vincolati nel calcolo del surplus dai dati risultanti dal bilancio d'esercizio, potendo invece rivalutare le attività al fine di evidenziare l'esistenza di tali riserve.

La giurisprudenza ha stabilito che tale rivalutazione debba comunque essere effettuata seguendo un principio di buona fede, «sulla base di dati accettabili e con metodi che [gli amministratori] ritengono riflettere i valori attuali» del patrimonio sociale, pervenendo ad una determinazione del *surplus* che non risulti fraudolenta²⁰⁸.

8.3 La disciplina contabile dell'acquisto delle azioni proprie.

Le soluzioni suggerite in letteratura o adottate nella disciplina statale in merito al trattamento contabile delle azioni proprie nel portafoglio della società sono essenzialmente tre: la conservazione delle azioni proprie nel patrimonio sociale come *treasury shares*; l'annullamento delle azioni proprie, con conseguente riduzione dello *stated capital*; l'annullamento delle azioni proprie, in assenza della posta dello *stated capital*, e il loro ritorno alla condizione di *authorized unissued shares*. I primi due regimi sono previsti come trattamenti alternativi dalla maggioranza delle leggi statali e dal *Model Business Corporation Act* nelle versioni precedenti al 1980; la terza soluzione è adottata dai sistemi che hanno eliminato la nozione di *stated capital* e di *surplus*, ossia il *California Corporations Code* e il *Revised Model Act*, anche nelle successive versioni.

Le *treasury shares* sono una speciale categoria di azioni, caratterizzata per essere priva del diritto di voto e del diritto al percepimento dei dividendi, che sono

²⁰⁷ Sulla nozione di capital impairment, cfr. *Klang v. Smith's Food & Drug Center*, a p. 153; e il risalente *In re International Radiator Co.*, 92 A. 255, 256 (Del. Ch. 1914), citato da BLACK, *Corporate Dividends and Stock Repurchases*, p. 6.11, nt. 31; per un confronto tra le principali disposizioni del MBCA 2000 e della *Del. Gen. Corp. Law*, incluse quelle relative all'acquisto di azioni proprie, si legga Michael P. DOOLEY-Michael D. GOLDMAN, *Some Comparisons between the Model Business Corporation Act and the Delaware General Corporation Law*, in *56 Business Lawyer*, 2001, p. 737 ss.

²⁰⁸ *Klang v. Smith's Food & Drug Center*, p. 154; *Farland v. Wills*, no. 4888 (Del. Ch. Nov. 15, 1975), in *1 Del. J. Corp. L.*, 1976, p. 467 ss., a p. 476.

conseguentemente ripartiti tra gli altri soci, e dal non essere qualificabili come attività della società²⁰⁹.

Quando le azioni proprie acquistate sono conservate come *treasury shares*, il capitale nominale non è ridotto. Esse, invece, comportano una riduzione delle attività e del netto patrimoniale, poiché, come appena ricordato e contrariamente ad una interpretazione dell'operazione offerta nell'ambito italiano, le azioni proprie acquistate dall'emittente non sono generalmente considerate come componenti del netto patrimoniale della società.

Peraltro, con una soluzione contabile vicina a quella della Direttiva 77/91/CEE sull'acquisto di azioni proprie, il *Model Business Corporation Act*, nella versione precedente al 1980, richiedeva anche che una porzione del surplus corrispondente al valore delle azioni proprie fosse vincolata, fino a che le azioni non fossero state annullate (comportando la definitiva riduzione dello stated capital), oppure alienate (1971 MBCA, Sec. 6).

²⁰⁹ Cfr. *N.Y. Bus. Corp. Law, Sec. 515* e *Del. Gen. Corp. Law, Sec. 160*. La *N.Y. Bus. Corp. Law* precisa, nella parte dedicata alle definizioni, che le *treasury shares* non costituiscono attività (Sec. 102, n. 14). Sec. 160 (c) *Del. Gen. Corp. Law* esclude il diritto di voto in relazione ad azioni proprie detenute dall'emittente o da società controllata dall'emittente (in virtù del potere di nominare gli amministratori) ed esclude che le azioni proprie siano computate ai fini di accertare il conseguimento dei quorum.

Il *Model Business Corporation Act*, versione 1978, ossia l'ultima prima della revisione radicale, definiva le *treasury shares* come segue: «*Treasury shares means shares of a corporation which have been issued, have been subsequently acquired by and belong to a corporation and have not been cancelled or restored to the status of authorized but unissued shares. Treasury shares shall be deemed to be "issued" shares, but not "outstanding" shares*» (Sec. 2 (h) MBCA 1978).

Diverse possono poi essere le modalità attraverso le quali la riduzione del netto patrimoniale può essere evidenziata, vuoi mediante l'iscrizione, ai valori di costo, dell'apposita posta passiva "*Treasury Shares*", esclusa dal netto patrimoniale, che equilibri la voce del surplus, vuoi riducendo semplicemente il valore del surplus (COX, p. 707 s.; si veda anche la *N.Y. Bus. Corp. Law alla Sec. 515 (b)*). A sua volta, il *Model Business Corporation Act*, in una delle sue versioni più risalenti (1953), prevedeva sia la riduzione delle riserve per un valore corrispondente al prezzo d'acquisto delle azioni proprie, sia la creazione di un vincolo di indisponibilità sulle riserve stesse per un valore corrispondente al costo delle azioni proprie. Regime, quest'ultimo, criticato dalla dottrina (William P. HACKNEY, *The financial provisions of the Model Business Corporation Act*, in 70 Harv. L. Rev., 1957, p. 1392), sia per la scelta di escludere le azioni proprie dal netto patrimoniale, sia perché la riduzione del netto e la contestuale creazione di un vincolo di pari valore sul residuo surplus creavano una duplicazione dell'effetto negativo provocato dall'acquisto di azioni proprie.

Nell'ipotesi in cui, successivamente, le azioni proprie fossero state alienate, la posta *treasury shares* sarebbe stata soppressa e le riserve sarebbero state incrementate dei ricavi della vendita²¹⁰.

In alternativa alle *treasury shares*, l'emittente può optare per l'annullamento delle azioni, con il loro ripristino allo stato di *authorized unissued shares*: in tal caso, lo *stated capital* deve essere proporzionalmente ridotto (Sec. 515 (b) e (d) N.Y. Bus. Corp. Law; Sec. 243 (a) e Sec. 244 (a) Del. Gen. Corp. Law).

La successiva alienazione delle azioni proprie richiede dunque un nuovo aumento di capitale per la loro emissione²¹¹.

Ad un risultato più estremo si è spinto il *Revised Model Act*, il quale, coerentemente con l'eliminazione delle nozioni di valore nominale e capitale nominale (*stated capital*), ha potuto sopprimere anche altre figure ad essi collegate, quali le *treasury shares*, e semplificare la rappresentazione contabile.

Conseguentemente, le azioni proprie acquistate dalla società comportano una riduzione delle sue attività e tornano a costituire la voce delle *authorized unissued shares* (Sec. 6.40, *Revised Model Act*).

In questo modo, la successiva "alienazione" delle azioni riacquistate è trattata come una nuova emissione di azioni e, quindi, come un incremento delle attività della società (Sec. 6.31 lett (a) *Revised Model Act*), senza dover transitare per l'aumento del capitale nominale. La stessa soluzione è stata adottata nella legge societaria californiana (Sec. 510 (a) *Cal. Corp. Code*).

²¹⁰ Molte fonti (tra cui il 1971 *MBCA, Comment to Sec. 6* e la Sec. 515(c) *N.Y. Bus. Corp. Law*.) prevedono genericamente l'imputazione al surplus dei proventi della vendita, benché non sia precisato se si tratti di *capital* o di *earned surplus*, anche là dove le due poste siano distintamente previste dal legislatore (per una discussione della questione, cfr. COX, p. 705 ss.).

²¹¹ L'atto costitutivo può vietare la riemissione delle azioni proprie acquistate; in tal caso, l'ammontare dell'*authorized capital* dovrà essere proporzionalmente ridotto (Sec. 515 (d) *N.Y. Bus. Corp. Law*), con un'operazione che non può propriamente definirsi come riduzione del capitale sociale, nel senso di capitale nominale, ma come riduzione dell'ammontare dei mezzi che la società può globalmente ricevere dai soci a titolo di conferimenti (si veda anche Sec. 6.31 (b) *Revised Model Act*).

8.4 Il *leveraged buy out*

L'operazione finanziaria di *leveraged buy out*, sviluppatasi nei paesi anglosassoni ed in particolare negli Stati Uniti dalla fine degli anni settanta per poi diffondersi rapidamente anche nell'Europa continentale, s'inserisce nell'ampio fenomeno della "*ristrutturazione industriale e finanziaria*" ed in particolare nell'ambito delle operazioni societarie che si qualificano come *Merger and Acquisitions*. Tale attività consiste, sinteticamente, nell'acquisire una società o parte dei suoi beni utilizzando prevalentemente capitale di prestito che verrà successivamente garantito mediante le azioni o i beni della società acquisita e poi rimborsato attraverso il flusso di cassa proveniente da tale società.

In Italia, l'assenza di una disciplina *ad hoc* ha portato la dottrina a dividersi in ordine all'ammissibilità o meno nel nostro ordinamento di tale strumento, manifestandosi sostanzialmente due diversi orientamenti, uno minoritario, anche se autorevole, che negava la legittimità; l'altro invece ha assunto una posizione favorevole al *leveraged buyout*.

Con la riforma del diritto societario del 2003, il Legislatore, all'art. 2501 *bis* c.c., ha per la prima volta dato riconoscimento ad un istituto riconducibile al *leveraged buyout* o meglio al *merger leveraged buyout (M.L.B.O)* (*rectius*: la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento) che ne costituisce una della ipotesi applicative.

La *ratio* del *favor* legislativo con cui viene ora visto tale istituto è ravvisabile nella considerazione che attraverso detta operazione, realizzabile nel rispetto di determinate condizioni, è possibile accrescere la contendibilità del controllo e l'avvicinamento del management della società: obiettivi certamente meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento giuridico, soprattutto nella prospettiva di incentivare lo sviluppo delle piccole e medie imprese.

8.5 Le tesi: la "sostanzialistica" e quella "favorevole"

La dottrina ante riforma si è a lungo interrogata circa la legittimità delle operazioni di *leveraged buyout*. La concreta fattispecie complessa che si veniva a creare, utilizzando tale operazione economica, aveva portato parte della dottrina a

sostenere la sua illegittimità, in quanto riteneva che tale fattispecie integrasse, direttamente o indirettamente, la c.d. *financial assistance*, come detto originariamente vietata dall'art. 2358 c.c. per le S.p.A. e dall'art. 2483 c.c. per le S.r.l.

Altra parte della dottrina, invece, sin da subito ha ritenuto pienamente legittima tale operazione.

Secondo la tesi “sostanzialistica” il *Leveraged Buyout* integra gli estremi della operazione in frode alla legge e dunque posta in essere per aggirare il divieto di assistenza finanziaria di cui all'art. 2358 c.c. (vecchia formulazione).

A tal proposito l'art. 1344 c.c. dispone testualmente che il contratto è nullo quando esso costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa.

La Giurisprudenza del Tribunale di Milano²¹² sulla scorta delle suggestioni della dottrina sviluppatasi attorno all'istituto in esame, aveva affermato da un lato, che “*l'operazione di leveraged buy out non presenta in se profili di illegittimità. Tuttavia la suddetta operazione può concretizzare un negozio in fraudem legis quando venga utilizzata per aggirare lo specifico divieto di assistenza finanziaria disposto dall'art. 2358 c.c.*”, dall'altro “*che non è configurabile un negozio in frode alla legge con riferimento alla fusione, deliberata nell'ambito del leveraged buy out, fra la società acquirente e quella acquistata se al momento in cui tale negozio è sorto, sussistevano concrete ragioni imprenditoriali che lo giustificavano*”²¹³.

Oltre a quanto sostenuto dalla curia meneghina, negli anni precedenti alla riforma, la giurisprudenza di merito ha affrontato di rado il problema della liceità del *leveraged buyout*, sia perché tale tecnica di acquisizione societaria ha avuto

²¹² Trib. di Milano 13 maggio 1999, in *Giur. It.*, 1999, p. 2105 e in *Le società*, 2000, p.75, nota come caso “Trenno”, ed ancora Trib. di Milano 27 ottobre 1997, decreto, in *Giur. It.*, 1998, p. 1440 con nota di Abriani e nello stesso ordine di idee Trib. di Milano 25 gennaio 2001, in *Giur. It.*, 2001, p. 761, e Trib. di Milano 9 ottobre 2002, in *Corr. Giur.*, 2003, p. 206.

²¹³ *Contra*, M.S. SPOLIDORO, *Incorporazione della controllante nella controllata e “Leveraged buy out”*, il quale in modo preciso sottolinea che “*la norma vieta la concessione di prestiti o garanzie senza annettere al contesto o alle motivazioni dell'acquisto alcun valore o disvalore: lo conferma il terzo comma dell'articolo (vecchia formulazione) che, ammettendo un limitata deroga al divieto quando l'operazione sia diretta a favorire l'azionariato dei dipendenti, esclude che qualunque altra finalità, per quanto economicamente apprezzabilissima, possa render lecita l'assistenza finanziaria prestata per l'acquisto delle azioni proprie.*”

prevalentemente ad oggetto società con una ristretta base azionaria, dove era agevole conseguire il consenso di tutti i soci, sia per un ostacolo di natura giuridica, quale la disciplina dell'invalidità dell'atto di fusione, che rappresenta un indubbio ostacolo a pronunzie dirette sulla legittimità o meno dell'operazione in esame.

Inoltre, nessun precedente giurisprudenziale si è occupato con cognizione di causa della materia, anche se la dottrina aveva contribuito ad alimentare la disputa giurisprudenziale cercando di leggere, tanto le massime, quanto il silenzio dei Giudici, a sostegno dell'una o dell'altra tesi.

Piuttosto in dottrina, come detto, si sono sviluppati due orientamenti, tra loro divergenti, uno sostanziale e l'altro tendenzialmente più favorevole alla piena legittimità dell'istituto in esame.

Secondo la tesi sostanzialistica l'assunzione del debito di acquisizione da parte della società *Target*, per effetto della fusione per incorporazione da parte della *Newco*, era equivalente alla concessione di un prestito da parte della stessa target per l'acquisto delle sue azioni. Si sosteneva, infatti, che l'art. 2358 c.c., norma ritenuta di un principio di ordine pubblico, non fosse violata direttamente, bensì indirettamente ex art. 1344 c.c., il quale permette di tacciare di nullità non solo l'operazione posta in essere in diretto contrasto con la norma imperativa, ma anche la più complessa fattispecie, composta da più segmenti leciti, i quali – collegati – siano posti in essere al fine di aggirare la medesima norma imperativa.

Tale impostazione riteneva, quindi, sussistente un collegamento negoziale tra i diversi negozi posti in essere dalle parti, in particolare riteneva che il *merger leveraged buy out* fosse caratterizzato “*dal concatenamento funzionale di una pluralità di fasi negoziali teleologicamente preordinate ad unico e precisamente individuato risultato finale*” consistente nell'accollo del debito per l'acquisizione della target in capo a quest'ultima.

L'orientamento giurisprudenziale per ultimo citato ha esposto il fianco a numerose critiche, le cui motivazioni hanno preso spunto dal presupposto che nell'analisi delle operazioni potenzialmente contrarie alla legge occorre fare una scelta di campo, o si sostiene che la frode alla legge prescinde dall'intento fraudolento delle parti, fondandosi sull'obbiettiva identità del risultato raggiunto dalle stesse rispetto a quello vietato dall'ordinamento ed allora L.B.O non viola il disposto dell'art. 2358 c.c., trattandosi di una fattispecie diametralmente opposta da

quella prevista da detta norma²¹⁴. Oppure, la valutazione del negozio in frode alla legge non deve essere condotta secondo parametri oggettivi, poiché il risultato raggiunto dal negozio in frode non è identico a quello vietato, ma tutt'al più analogo o equivalente al medesimo, bensì secondo gli intenti soggettivi di aggirare la legge che scatenerebbe la reazione negativa dell'ordinamento e la comminatoria della sanzione di cui all'art. 1344 c.c.²¹⁵

In netta contrapposizione con la tesi sostanzialistica si poneva altre parte della dottrina che, fin da subito, ha assunto una posizione favorevole al *leveraged buy out*, negando in radice che, in un'operazione di *merger leveraged buy out*, potesse ravvisarsi una violazione del divieto di assistenza finanziaria.

Secondo questo orientamento, nella fattispecie in esame, non si verifica alcun caso di acquisto di azioni proprie né si accordano prestiti o si forniscono, da parte della società le cui quote vengono compravendute, garanzie per l'acquisto e la sottoscrizione di azioni proprie, poiché al momento dell'acquisizione le due società rimangono distinte e solo in un momento successivo se ne verifica la fusione.

In altre parole, al momento dell'acquisizione delle quote della società *Target* (società obiettivo), questa non presta alcuna assistenza finanziaria (per quanto, tuttavia non bisogna trascurare la garanzia offerta dal patrimonio della *Target*, a

²¹⁴ Così BETTI, *Teoria Generale del negozio giuridico*, in *Tratt. Dir. civ.*, diretto da Vassalli, XV, 2, Torino, 1960, p. 3888 e ss.; SCOGNAMIGLIO, *Contratti in generale*, in *Tratt. Dir. civ.*, diretto da Grosso e Santoro; PASSARELLI, IV, 2, Milano, 1977, p. 174 e ss.; C.M. BIANCA, *Diritto civile*, 3, *Il contratto*, Milano, 1984, p. 587.

²¹⁵ In dottrina: C. CALVOSA, *La frode alla legge nei negozi giuridici*, in *Dir. e gir.*, 1949, p. 322 e ss.; L. CARRARO, *Il negozio in frode alla legge*, Padova, 1943, p. 11 e ss.; F. MESSINEO, *Dottrina generale del contratto*, Milano, 1952, p. 287 e ss.; OPPO, *In tema di negozio in frode alla legge*, in *Scritti giuridici*, III, Padova, 1992, p. 342 e ss.; F. GRANDE STEVENS, *LBO/MBO: intervista a Franco Grande Stevens* (di Umberto Morello), in AA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990, p. 157 e ss.; U. MORELLO, *Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy outs a managements buy outs*, in AA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990, p. 17 e ss.; ID. *Leveraged e management buy out: una breve postilla*, in *Notariato*, 1996, p. 182; P. MONTALENTI, *Il Leveraged buy out*, Milano, 1991, p. 116 e ss.; ID. *I giudici italiani e il leveraged buy out tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, in *Giur. It.*, 1996, I, 2, p.195 e ss.; ID. *Frode alla legge e diritto societario: il leveraged buy out*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governante*, Padova, 1999, p. 57; G. COTTINO, *Le Società, Diritto Commerciale*, 1, II, Padova, 1999, p. 326.

In giurisprudenza: *Cass. Penale*, 4 febbraio 2000 n. 5503, in *Le società*, 2000, p. 711, e in *Riv. Dir. Priv.*, 2001, p. 375, giungeva addirittura ad affermare in ogni caso la illiceità del *leveraged buy out*, ma senza motivazioni convincenti.

seguito della fusione con la controllante-*Newco*), essa anzi risulta vittima piuttosto che artefice dell'operazione.

L'assunzione dei debiti della *Newco* in capo alla *Target* si produce solo in seguito al completamento del procedimento di fusione, essa pertanto rappresenta un effetto legale della fusione, pertanto il patrimonio della *Target* non costituisce una garanzia in senso tecnico giuridico, ma solo in senso economico²¹⁶.

Le garanzie, infatti, sono offerte ai finanziatori dalla *Newco*, ed anche qualora il finanziatore si induca ad erogare il finanziamento nella previsione che, in un secondo momento, dopo la fusione, detto finanziamento verrà garantito dai beni della società *Target*, egli corre, in prima persona, il rischio che l'operazione non si perfezioni. Non si può quindi parlare di garanzia specifica sui beni aziendali di

²¹⁶ In dottrina: Così F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, p. 180; R. PARDOLESI, *Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in *Giur. Comm.*, 1989, I, p. 402 e ss.; ID., *Leveraged buy out: non è fuori legge*, in *Corr. giur.*, 1992, p. 1133; A. FRIGNANI, *Il leveraged buy out nel diritto italiano*, in *Giur. Comm.*, 1989, I, p. 419; ID., *Leveraged buy out*, in *Digesto IV*, Vol. IX, Torino, p. 193; A. GOMMELLINI, *Le operazioni di Leveraged buy out di fronte al diritto italiano*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1989, I, p. 161 e ss.; A. MORANO, *Acquisto di azioni mediante LBO*, in *Le Società*, 1990, p. 11; S. CALVELLO, *Leveraged buy out*, in *Contr. Impr.*, 1990, p. 1255; ID., *Liceità o Illiceità del leveraged buy out?* in *Le Società*, 1992, p. 885; A. GAMBINO, *Intervento*, in AA.VV., *Il leveraged buy out in Italia*, in *Dir. Fall.*, 1990, I, p. 675; G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle proprie azioni*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, 2, I, Torino, 1991, p. 487 e ss.; I. CHIEFFI, *Il leveraged buy out nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 1992, II, p. 993 e ss.; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1992, p. 378 e ss.; D. PREITE, *I Merger leveraged buy out e gli artt. 2357 e 2358 c.c.*, in *Giur. comm.* 1993, 1993, II, p. 104 e ss.; P. BONTEMPI, *Acquisizioni societaria mediante procedimento di fusione e liceità del c.d. leveraged buy out nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1993, I, p. 119; F. GRAMMEGNA, *Note in punto di leveraged buy out*, in *Riv. dir. Comm.*, 1993, II, p. 77; F. CAMILLETTI, *Alcune considerazioni sulla nuova disciplina delle fusioni e sul c.d. merger leveraged buy out*, in *Giur. comm.*, 1994, II, p. 144; M. DI STASO, *L'operazione di LBO in Italia*, in *Impresa*, 1995, p. 1827; V. DE SENSI, *Brevi note sul leveraged buy out*, in *Dir. Fall.*, 1996, I, p. 243; F. MARABINI, *I problemi sempre attuali del leveraged buy out*, in *Giur. comm.*, I, 1996, p. 165; G. FRE' e G. SBISA', *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja Branca e F. Galgano, Bologna-Roma, 1997, p. 441 e ss.; SPOLIDORO, *Incorporazione della controllante nella controllata e "leverged buy out"*, in *Le Società*, 2000, p.75 e dopo la riforma, ID. *Fusioni pericolose (Merger Leveraged Buy out)* in *Riv. Soc.*, 2004, p. 247 e ss.; L. PICONE, *Liceità del "Merger Leveraged Buy out"?*, in *Le società*, 2000, p. 711; ACCINNI, in *Riv. Soc.*, 2001, p. 193 e ss.; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, p. 255.

In giurisprudenza: Trib. Milano 14 maggio 1992, in *Le società*, 1992, p. 982, in *Corriere giur.*, 1992, p. 1133, in *Foro it.*, 1992, I, p. 2829, in *Giur. comm.*, 1992, II, p. 988 (nota come caso *Farmitalia Carlo Erba*).

target, bensì dell'aspettativa di una garanzia genericamente costituita dal patrimonio della target medesima.

La medesima dottrina rilevava che neppure nella seconda fase del *leveraged buy out*, quindi nel momento dell'acquisizione, la target non delibera alcunchè a favore dei finanziatori, infatti, l'assunzione del debito della newco da parte della società risultante dalla fusione è soltanto uno degli effetti riconnessi all'operazione di fusione, operazione che non fa sorgere alcuna specifica garanzia a favore dei finanziatori.

Inoltre, con la fusione per incorporazione, non si può mai parlare di annacquamento del capitale sociale, dato che le azioni, di *target* di cui si compone vengono annullate, facendo venire meno la possibilità di una rappresentazione contabile diversa da quella reale; dopo la fusione la società target non esiste più e dunque le eventuali garanzie successivamente costituite da newco a garanzia del finanziamento non possono, per definizione, integrare atti di assistenza finanziaria, non esistendo più target stessa.

L'imputazione del debito della società incorporante nel patrimonio dell'incorporata, che viene a scomparire come elemento autonomo, è una mera conseguenza naturale ed imprescindibile della fusione.

8.6 La non riconducibilità dell'L.B.O. all'art. 2358 c.c. nel nuovo sistema

Il novellato art. 2358 c.c. sancisce in primo luogo definitivamente la tendenziale liceità del *leveraged buyout* e soprattutto la sua non sussumibilità nella disciplina delle azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria, originariamente previsto nella vecchia formulazione.

In tal senso depongono, sia l'espressa ed autonoma previsione legislativa dell'operazione in esame, sia l'art. 7, comma 1, lett. D), della legge-delega, che ha prescritto al legislatore delegato di "*prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli articoli 2357 e 2357 quater del codice civile, e del divieto di*

*accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del codice civile*²¹⁷.

In secondo luogo, dalla lettura della nuova norma, infatti, traspare con tutta evidenza che il legislatore della riforma si è preoccupato di evitare per quanto possibile che il *leveraged buy out* venga posto in essere senza valide ragioni imprenditoriali e soprattutto gravando di eccessivi debiti la società *target*, sulla base di un intento meramente speculativo. In tal caso, l'operazione si appalesa pericolosa per l'intero sistema economico poiché, anziché creare valore per gli azionisti e per i creditori, rischia di condurre al dissesto di una società florida, mediante la traslazione del rischio economico dell'operazione dalla *raider* alla *target*.

L'assunzione del debito contratto dalla società *Newco*, finalizzato all'acquisto del controllo della *Target*, è deliberata fuori dei processi decisionali della società *Target* ed alla stessa imposto surrettiziamente, tramite la fusione con altra società che ha diviso l'operazione.

Tale circostanza determina, invero, una grave alterazione della correlazione tra potere decisionale e rischio d'impresa, posta a garanzia dell'equilibrio del sistema economico²¹⁸. Tuttavia, la violazione delle condizioni di cui all'art. 2501 *bis* c.c. alla stregua delle considerazioni sopra esposte nel testo, determina oramai una specifica ed autonoma fattispecie di illiceità procedimentale, che nulla a che fare con l'art. 2358 c.c.²¹⁹

La violazione di tali regole procedurali pertanto non determina alcuna nullità per presunto contrasto con l'art. 2358 c.c., ma la semplice annullabilità delle delibere di fusione in tal modo adottate in forza del principio generale di cui all'art. 2377 c.c.

Risulta, quindi chiaro che, con la modifica dell'art.2358 c.c., non si è aggiunto alcunché alla disciplina del *merger leveraged buy out*; il legislatore tuttavia, facendo

²¹⁷ Nello stesso senso L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Contr. e Imp.*, 2003, p. 1396 e ss. e 1404 e ss.

²¹⁸ *Contra*, chi ritiene che il rispetto delle prescrizioni di cui all'art. 2501 *bis* c.c. sia condizione affinché l'operazione non configuri indirettamente violazione dell'art. 2358 c.c. Così: E. CIVERRA, *Le operazioni di fusione e scissione*, p. 161; L. LAMBERTINI, *Commento art. 2501 bis*, 391; P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale societario e nella riforma del diritto societario*, p. 793, 812, e 816; V. SALAFIA, *Il leveraged buy out nella riforma societaria*, in *Le società*, 2004, p. 936.

²¹⁹ In tal senso L. PICONE, *op.ult. cit.*, p. 1405.

salva l'applicabilità dell'art.2501 *bis* c.c., sembra aver chiarito la relazione tra le due norme, affermando che possono anche coesistere e disciplinare aspetti diversi della medesima fattispecie.

CAPITOLO IX

LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE (ART. 2391 BIS C.C.) FUSIONE A SEGUITO DI ACQUISIZIONE DEL CONTROLLO DELLA SOCIETA TARGET CON INDEBITAMENTO (ART. 2501 BIS C.C.)

9.1 Le operazioni con parti correlate

Nella ipotesi in cui i destinatari dell'assistenza finanziaria siano parti correlate e si applichi per l'appunto l'art. 2391 *bis* c.c., le prescrizioni di quest'ultima norma dovranno essere osservate in aggiunta a quelle dell'ultimo comma dell'art. 2358 c.c. del nuovo testo.

Diversamente, se i destinatari dell'assistenza finanziaria sono i singoli amministratori della società, o la società controllante ovvero i terzi che agiscono in nome proprio ma per conto degli amministratori o della società controllante, il quinto comma richiede che la relazione attesti che *“l'operazione realizza al meglio l'interesse della società”*. Questa disposizione si applica anche quando si applica l'art. 2391 *bis* c.c.

Il 12 marzo 2010, la Consob, con la delibera n. 17221 ha finalmente approvato il regolamento *“recante disposizioni in materia di parti correlate”*, dando così attuazione ai principi – invero abbastanza generici – previsti dal legislatore all'art. 2391 *bis*, c.c., come introdotto a fine 2004.

In sostanza, sono occorsi oltre cinque anni per introdurre in Italia una disciplina sulle operazioni con parti correlate: decisamente troppo per le attese del mercato e degli investitori (anche) stranieri.

La rilevanza del tema è fuori discussione: in un sistema capitalistico come quello italiano caratterizzato da frequenti intrecci azionari e da forti legami di “gruppo” si assiste continuamente ad operazioni con parti correlate, rispetto alle quali si poneva da tempo un'esigenza di trasparenza (anche verso il pubblico) e – prima ancora – di correttezza sostanziale e procedurale, al fine ultimo di assicurare una loro effettiva corrispondenza all'interesse della società.

Come noto, la novità più significativa del regolamento citato è il ruolo riservato agli amministratori c.d. indipendenti. In particolare, si introduce per la prima volta (peraltro con normativa di rango secondario e non primario: su questo, infatti, l'art. 2391 *bis*, c.c., nulla diceva) uno "statuto speciale" degli amministratori indipendenti, ossia un complesso di poteri/doveri loro propri in via esclusiva (ossia non condivisi con gli altri componenti del CDA). Come osserva la CONSOB nel sommario introduttivo, *"la regolamentazione adottata conferma la scelta di fondo di attribuire un ruolo centrale agli amministratori indipendenti nell'assicurare che le operazioni siano realizzate nell'interesse della società. Per la nozione di amministratori indipendenti la disciplina richiede quanto meno i requisiti previsti dal T.U.F. (art. 148) e, per le società che aderiscano a codici di autodisciplina, i requisiti più stringenti ivi previsti"*.

In questa prospettiva, sono previste due procedure:

- una procedura per le *"operazioni di minore rilevanza"* (art. 7);
- una procedura per le operazioni *"di maggiore rilevanza"*, la quale prevede requisiti procedurali aggiuntivi.

Al di là di ulteriori importanti differenze, le due procedure si distinguono in quanto nel primo caso il parere degli amministratori indipendenti non è vincolante, mentre nella seconda ipotesi (operazioni di maggiore rilevanza) è previsto un parere obbligatorio e soprattutto vincolante degli indipendenti. Più in particolare, in relazione ad un sistema di amministrazione e controllo c.d. tradizionale:

- con riferimento alle operazioni di minore rilevanza, le procedure devono prevedere, tra le altre cose, che *"prima dell'approvazione dell'operazione, un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori non esecutivi e non correlati, in maggioranza indipendenti, esprima un motivato parere non vincolante sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni"*;
- con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza, in aggiunta a quanto previsto dall'articolo 7, comma 1, lettere b), c), e) ed f), le procedure devono prevedere: I) una riserva di competenza a deliberare in capo al consiglio di

amministrazione; II) che un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati o uno o più componenti dallo stesso delegati siano coinvolti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria; III) che il consiglio d'amministrazione approvi l'operazione previo parere favorevole del comitato sopra indicato sull'interesse della società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni, ovvero, in alternativa, che siano applicate altre modalità di approvazione dell'operazione che assicurino un ruolo determinante alla maggioranza degli amministratori indipendenti non correlati.

Se poi gli amministratori indipendenti si oppongono all'operazione, il c.d.a. può decidere di andare avanti ugualmente, chiedendo all'assemblea l'autorizzazione ex art. 2364 n. 5, c.c. al compimento dell'operazione di maggiore rilevanza (art. 8.2).

Ma – ed è questa una ulteriore importante novità – le procedure devono prevedere regole volte ad impedire “*il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati esprima voto contrario all'operazione*” (è il meccanismo del c.d. *whitewash*: art.11.3).

In conclusione, la nuova disciplina introdotta dalla Consob non è meramente facciata ed è destinata ad incidere profondamente sui meccanismi di governo societario. Agli amministratori indipendenti il compito di non deludere e di dimostrarsi adeguati a svolgere i compiti specifici ad essi assegnati.

L'importanza della novella in tema di amministratori indipendenti coinvolge anche la disciplina dell'assistenza finanziaria perché sono gli stessi amministratori che propongono all'assemblea i progetti di assistenza finanziaria con il coinvolgimento delle parti correlate.

9.2 Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento

L'art. 2358 c.c., così come recentemente riformato, fa salvi gli articoli 2391 *bis*, descritto nel paragrafo che precede e l'art. 2501 *bis* c.c. di seguito in commento. Proprio con riguardo all'aspetto delle fusioni a seguito di acquisizioni con

indebitamento, pare evidente come di non immediata comprensione risulti il coordinamento tra le nuove disposizioni dell'art. 2358 del codice civile con quanto già prescritto dall'art. 2501 *bis* c.c., posto che le due norme disciplinano, sostanzialmente, operazioni pressoché identiche e che eventualmente potrebbero sovrapporsi.

In particolare, potrebbe sussistere qualche dubbio su quale norma debba essere applicata alle operazioni di LBO seguite da fusione: nel momento in cui viene realizzata l'acquisizione tramite indebitamento, infatti, parrebbe applicabile, ove ne sussistano i presupposti, l'art. 2358 del codice civile, mentre nei casi di fusione tra società che si trovano in una fase temporale già successiva all'acquisizione stessa dovrebbe rendersi applicabile il disposto dell'art. 2501 *bis* del codice civile.

Allo stato attuale, partendo dal presupposto che la disposizione in commento trova riflesso della propria applicazione, nel concreto, soltanto al momento della redazione del progetto di fusione, dovrebbe concludersi che ogni operazione di *leveraged buy out* resta soggetta alle prescrizioni di cui all'art. 2358 del codice civile [con adozione, dunque, della relativa procedura formale e nel rispetto dei limiti, anche quantitativi, ivi previsti e, laddove detta operazione sia seguita da fusione della società target (M.L.B.O.) – se per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso dei debiti contratti dalla società acquirente, occorrerà allora applicare altresì la disposizione del codice civile].

In sintesi può tornare utile proporre, in via non di certo esaustiva ma utile per avere uno schema applicativo, una breve elencazione delle fattispecie che potrebbero presentarsi in concreto:

a) *acquisizione della società target mediante finanziamento direttamente erogato (o con garanzie concesse ai terzi finanziatori) da quest'ultima alla società acquirente, nel presupposto di procedere, in un secondo momento alla fusione tra le due società: in tale ipotesi, come detto, dovrebbero essere certamente eseguite tutte le prescrizioni dettate dall'art. 2358 del codice civile, (ut supra descritte) nella fase di buy out, mentre le disposizioni dell'art. 2501 bis del codice civile dovrebbero essere osservate, in sede di redazione del progetto di fusione, soltanto nell'ipotesi in cui l'acquisizione sopra citata abbia riguardato il controllo della società target (ciò in quanto l'operazione di merger leveraged buy out si riferisce espressamente alla sola ipotesi di indebitamento per l'acquisizione del controllo);*

b) *acquisizione della società target mediante finanziamento da parte di terzi (in assenza di garanzie concesse dalla società target) alla società acquirente, la quale costituisce in pegno le partecipazioni della società target a garanzia dei finanziamenti ottenuti, nel presupposto di procedere, in un secondo momento, alla fusione tra le due società: in tale ipotesi, come si è avuto modo di illustrare fin qui, il divieto di *financial assistance* non dovrebbe risultare applicabile (con la contestuale inapplicabilità della relativa disciplina), mentre dovrebbe continuare ad essere osservate le disposizioni dell'art. 2501 *bis* del codice civile, sempre che l'acquisizione abbia riguardato il controllo della società target ai sensi dell'art. 2359 del codice civile; in quanto la disciplina del *MLBO* si considera applicabile anche nell'ipotesi di costituzione in pegno delle partecipazioni della società *target* (evidenzia, a tal proposito, la massima L.B.1 del *Notariato del Triveneto* che è “*da ritenere che qualora prima della fusione il debito si assistito da adeguate garanzie speciali prestate dalla società incorporante, escluso il pegno sulle quote dell'incorporata, non trovi applicazione la procedura di cui all'art. 2501 bis c.c., in quanto in detta ipotesi è provata l'autonoma capacità di credito della società incorporante.*”*

Dunque, da un lato la portata dell'art. 2501 *bis* del codice civile risulta essere maggiormente circoscritta rispetto al divieto di assistenza finanziaria, in quanto la prima disposizione si rende applicabile soltanto qualora l'operazione comporti l'acquisizione del controllo della società target, mentre dall'altro lato la disciplina del *MLBO* risulta, al contrario, avere un campo d'applicazione più ampio di quello dell'art. 2358 del codice civile, poiché l'operatività dei divieti e dei limiti previsti da tale ultima norma risultano esclusi per le operazioni di acquisizione mediante indebitamento e costituzione in pegno delle azioni o quote della società target.

Dalla disamina, pertanto, delle due norme in commento, parrebbe corretto affermare che una larga parte delle operazioni che tipicamente vengono realizzate nella prassi potrà rientrare certamente nell'una o nell'altra disciplina (art. 2358 c.c. ovvero art. 2501 *bis* c.c.), giacché ben potrà verificarsi l'ipotesi di *MLBO* (che di norma presuppone l'acquisto del controllo se non della totalità delle azioni o quote della società target) affiancato dalla costituzione in pegno della partecipazione della società target (senza che si realizzi, pertanto, assistenza finanziaria ai sensi dell'art. 2358 del codice civile), così come potrà accadere che si realizzino operazioni di *LBO*

rientranti nel campo di applicazione dell'art. 2358 c.c. (che, tenuto conto dei forti e stringenti limiti quantitativi ivi prescritti, pare difficilmente adottabile per operazioni di acquisizione del controllo) non seguite dalla fusione delle società.

Appare più raro, invece, che ricorrano le fattispecie in cui si rendano applicabili entrambe le norme, in cui si abbia cioè MLBO con assistenza finanziaria da parte della società target e di tale entità da consentire l'acquisizione del controllo di quest'ultima (una particolare ipotesi di ciò, peraltro, che potrà verificarsi ogniqualvolta l'operazione di LBO riguardi magari l'acquisizione di una piccola porzione di capitale sociale della target tale da consentire di raggiungere il controllo della stessa unitamente ad un pacchetto di partecipazione già posseduto ma non sufficiente a tale fine).

BIBLIOGRAFIA

Testi:

ABBADESSA, PIETRO, *I prestiti ai soci: appunti sul tema, La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali, Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2012

ABRIANI, NICCOLÒ, *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*. Relazione introduttiva al Convegno “*Il capitale sociale: funzione e disciplina dopo la “nuova” Seconda Direttiva*”, organizzato dalla *Rivista di Diritto dell’Impresa* insieme al Dipartimento di Diritto dell’Economia dell’Università di Firenze e al Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, 17 ottobre 2008

ABRIANI, NICCOLÒ, *Le operazioni sulle azioni proprie e della società controllante*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. 4, Padova, 2010

ACCINNI, GIOVANNI PAOLO, *Profili penali delle operazioni di Leveraged-Management Buyout*, Milano, 1996

ALBANESE, ANTONIO, *Operazioni sulle azioni proprie (e leveraged buy out) nel nuovo diritto societario*, in *Contr. Impr.*, 2007

ALESSI, RICCARDO, *Il socio di se stesso: l’art. 2357 c.c.*, in *Riv. Soc.*, 1984

ANGELICI, CARLO, *Operazioni sulle proprie azioni e tutela del capitale sociale*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Vol.16, Tomo II, Torino, 1986

ANNARATONE, ROBERTA, *Commento all'art. 2358. Altre operazioni su azioni proprie*, in *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima e delle altre operazioni su azioni proprie*, a cura di N. De Luca, in *Nuove Leggi Cic. Comm.*, 2009

ARMOUR, JOHN, *Share Capital and creditor protection: efficient rules for a modern company law*, in *MLR*, 2000

ARMOUR, JOHN, *Transactions at An undervalue*, in AA.V.V., *Vulnerable transactions in corporate insolvency*, a cura dell'autore e di H. BENNET, Oxford, 2003

ÁVILA NAVARRO, PEDRO, *La sociedad anónima, I, Constitution, Estatuto, Aportaciones, Acciones*, Barcelona, 1997

BARONI, MARIA FRANCESCA, *Commento all'art. 2474*, in *Commentario Maffei Alberti*, 2005

BETTI, EMILIO, *Teoria Generale del negozio giuridico*, in *Tratt. Dir. civ.*, diretto da F. Vassalli, XV, 2, Torino, 1960

BIANCA, CESARE MASSIMO, *Diritto civile, 3, Il contratto*, Milano, 1984

BIONE, MASSIMO, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, 1991

BIONE, MASSIMO, *Sub. Art. 2358 c.c.*, in *Società di capitali*, a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, Napoli, Jovenne, 2004

BONTEMPI, PAOLO, *Acquisizioni societaria mediante procedimento di fusione e liceità del c.d. leveraged buy out nell'ordinamento giuridico italiano*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1993

BORTOLUZZI, GUIDO, *La disciplina dell'assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie e la loro accettazione in garanzia*, in *Operazioni sulla azioni proprie alla luce della nuova legge di attuazione della modifica alla II Direttiva CEE*, Seminario di studio del 20 febbraio 2009 presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano

CALVELLO, STEFANIA, *Leveraged buy out*, in *Contr. Impr.*, 1990

CALVELLO, STEFANIA, *Liceità o Illiceità del leveraged buy out?* in *Le Società*, 1992

CALVOSA, CARLO, *La frode alla legge nei negozi giuridici*, in *Dir. e gir.*, 1949

CAMILLETTI, FRANCESCO, *Alcune considerazioni sulla nuova disciplina delle fusioni e sul c.d. merger leveraged buy out*, in *Giur. comm.*, 1994

CAMPOBASSO, GIAN FRANCO, *Diritto commerciale*, Utet, Torino, 2004

CAMPOBASSO, GIAN FRANCO, *Acquisto di azioni proprie*, in AA.VV., *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, a cura di G.F. Campobasso, Milano, 2003

CANNELLA, FRANCESCO, *Commento all'art. 106*, in *La disciplina delle società quotate ne testo unico della finanza*, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, Milano, 1999

CARBONETTI, FRANCESCO, *Art. 2358 – Altre operazioni sulle proprie azioni*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di D'Alessandro, Vol. II, t.1, Padova, 2010

CARBONETTI, FRANCESCO, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1983

CARRARO, LUIGI, *Il negozio in frode alla legge*, Padova, 1943

CHEFFINS, BRIAN R., *Company Law Theory, Structure and Operation*, Oxford, 1997

CHIEFFI, ILARIA, *Il leveraged buy out nell'ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 1992

CIVERRA, ENRICO, *Le operazioni di fusione e scissione*, Ipsoa, 2003

COLOMBO, GIOVANNI EMANUELE, *Appunti delle lezioni del corso di Diritto commerciali – corso progredito*, a. a. 2007-2008

COLOMBO, GIOVANNI EMANUELE, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1994

COTTINO, GASTONE, *Le Società, Diritto Commerciale*, 1, II, Padova, 1999

D'AGOSTINO, SALVATORE, *Clausola di gradimento e acquisto di proprie quote nella srl: analisi di un caso concreto*, in *Società*, 2004

D'ALESSANDRO, FLORIANO, *Rapporti di scambio tra una società ed i suoi azionisti e divieto di assistenza finanziaria per l'acquisto delle proprie azioni, parere pro veritate*, in *Contr. Imp*, 1993

DAVIES, PAUL L., *Gower and Davies' principles of modern company law*, London, 2008

DE GREGORIO, ALFREDO, *Delle società e delle associazioni commerciali*, Torino, 1938

DE GREGORIO, ALFREDO, *L'acquisto delle azioni di una società anonima per conto della stessa società e l'art. 144 codice di commercio*, in *Studi di diritto commerciale in onore di C. Vivante*, II, Roma, 1931

DE LUCA, NICOLA, *Sub. art. 2357*, in *Commentario del Codice Civile*, diretto da E. Gabrielli, *Sezione Società. Azienda e concorrenza*, a cura di D.U. Santosuosso, Torino, 2011

DE SENSI, VINCENZO, *Brevi note sul leveraged buy out*, in *Dir. Fall.*, 1996

DEMURO, IVAN, *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di proprie azioni*, in *Giur. Comm.*, 2010

DENOZZA, FRANCESCO, *Il capitale sociale tra efficienza economica ed equità distributiva*, in *La società per azioni di oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, in *Atti del convegno internazionale degli studi*, Venezia 10-11 novembre 2000, I, Milano, 2007

DI RIENZO, MASSIMO, *Il divieto di operazioni sulle proprie quote nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 1992

DI SABATO, FRANCO, *Manuale delle società*, Torino, 1992

DI STASO, MARCELLO, *L'operazione di LBO in Italia*, in *Impresa*, 1995

DOLMETTA, ANGELO ALDO, *Il merger leveraged buyout nella legge delega n. 266/2001: la target da S.p.a. ad S.r.l.*, in *Corr. Giur.*, 2002

DONATIVI, VINCENZO, *Sub art. 2361*, in *Commentario Sandulli-Santoro*, Torino, 2003

DRYGALA, TIM, *Finanzielle Unterstützung des Aktienerwerbs nach der reform der Kapitalrichtlinie*, in *De Konzern*, 2007

ENRIQUE, L. e JOHNATHAN R. MACEY, *Creditors Versus Capital Formation: the Case Against The European Legal Capital Rules*, in *86 Cornell L. Rev.*, 2001

ENRIQUE, L. e JOHNATHAN R. MACEY, *Raccolta di capitali di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv.soc.*, 2002

FERNANDEZ FERNANDEZ, M.C., *La prohibición de asistencia financiera para la adquisición de las propias acciones como obstáculo a ciertas compras apalancadas de empresas, o leveraged buy-outs*, in *Rev. Der. Merc.*, 1999

FERRAN, ELLIS, *Company Law and corporate finance*, Oxford, 1999,

FERRAN, ELLIS, *Corporate transactions and financial assistance: shifting policy perceptions but static law*, in *C.l.j.*, 2004

FERRAN, ELLIS, *Creditors' interests and "core" company law*, in *Company lawyer*, 1999,

FERRAN, ELLIS, *Simplification of European Company Law on Financial Assistance*, in *European Business Organization Law Review*, 2005

FORTUNATO, SABINO, *Anticipazioni e prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, in *La II Direttiva CEE in materia societaria*, a cura di L. Buttaro e A. Patroni Griffi, Milano, 1984,

FRE', GIANCARLO e GIUSEPPE SBISA', *Società per azioni*, in *Commentario del codice civile*, a cura di Scialoja Branca e F. Galgano, Bologna-Roma, 1997

FREITAG, *"Financial Assistance" durch die Aktiengesellschaft nach der Reform der Kapitalrichtlinie – (k)ein Freifahrtschein für LBOS*, in *AG*, 2007

FRIGNANI, ALDO, *Il leveraged buy out nel diritto italiano*, in *Giur. Comm.*, 1989

FRIGNANI, ALDO, *Leveraged buy out*, in *Digesto IV*, Vol. IX, Torino, 1989

FURGIUELE, LORENZA, *Operazioni sulle proprie azioni e riorganizzazioni dell'investimento*, in *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di Ferri Jr. e Stella Richter, Milano, 2010

SANTINI, GERARDO, *Della società a responsabilità limitata*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di Francesco Galgano. 1992

GALLETTI, DANILO, *Commento all'art. 2473*, in *Commentario Maffei Alberti*, 2005

GAMBINO, AGOSTINO, *Intervento*, in AA.VV., *Il leveraged buy out in Italia*, in *Dir. Fall.*, 1990

GOMMELLINI, ALBERTO, *Le operazioni di Leveraged buy out di fronte al diritto italiano*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1989

GRAMMEGNA, FERDINANDO, *Note in punto di leveraged buy out*, in *Riv. dir. Comm.*, 1993

GRANDE STEVENS, FRANZO, *Intervento*, in *Dir. Fall*, I, 1990

GRANDE STEVENS, FRANZO, *LBO/MBO: Intervista a Franco Grande Stevens (di Umberto Morello)*, in AA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990

GREAVES, R. e HANNIGAN, B., *Gratuitous transfers and financial assistance after Brady*, in *Company lawyer*, 1989

HEIDINGER, MARKUS, *Kommentar Zum Investmentfondsgesetz*, Linde, Vienna, 2005

HOMMELHOFF, PETER, *The European private company before its pending legislative birth*, in AA.VV., *Private company law reform. International and*

European perspectives, a cura di Mc Cahery, Timmermann, Vermeulen, The Hague, 2009

HUECK, G. e FASTRICHT, L., *GmbH-Gesetz*, 18a ed., München, 2006,

HÜFFER, UWE, *Aktiengesetz*, 7a edizione, München, 2006

KALSS, S. e OECHSLER, J., in AA.VV., *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, a cura di B. Kropff ed altri, 2a ed., 2, München, 2003

LAMBERTINI, LAMBERTO, *Commento art. 2501 bis, 391*, in AA. VV., *Gruppi, trasformazione, fusione, scioglimento e liquidazione Società estere*, Giuffrè, Milano, 2003

LUMMSDENN, C.G.M., *Financial assistance problems in management buy-outs*, in *J. Bus. Law*, 1987

LUTHER, MARCUS e HOMMELHOFF, PETER, *GmbH-Gesetz Kommentar*, 16a ed., Köln, 2004

LUTTER, MARCUS e WAHLERS, H.W., *Der Buyout: Amerikanische Fälle un die Regeln des deutschen Rechts*, in *Die AG*, 1989,

LUTTER, MARCUS e TIM DRYGALA, *Kolner Kommentar zum Aktiengesetz Band I*, Koln-Munche, 2009

MARABINI, FEDERICA, *I problemi sempre attuali del leveraged buy out*, in *Giur. comm.*, I, 1996

MASTRUZZI, SALVATORE, *La riforma*, 1998

MENGHI, ILARIO, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992

- MENTI, PAOLO, *Sub art. 2474*, in *Comm. Breve Cian-Trabucchi*, Padova, 2007
- MESSINEO, FRANCESCO, *Dottrina generale del contratto*, Milano, 1952
- MESSINEO, FRANCESCO, *L'articolo 144 cod. com. e i riporti di azioni sociali*, in *Riv. Dir. Com.*, 1926
- MIOLA, MASSIMO, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma del diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. Soc.*, 2005
- MONTALENTI, PAOLO., *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale societario e nella riforma del diritto societario*, p. 793, 812, e 816;
- MONTALENTI, PAOLO, *Il leveraged buy out*, Milano, 1991
- MORANO, ALBERTO, *Acquisto di azioni mediante LBO*, in *Le Società*, 1990
- MORELLO, UMBERTO, *Frode alla legge e diritto societario: il leveraged buy out*, in *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999
- MORELLO, UMBERTO, *I giudici italiani e il leveraged buy out tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, in *Giur. It.*, 1996
- MORELLO, UMBERTO, *Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy outs a managements buy outs*, in *AA.VV., Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990
- MORELLO, UMBERTO, *Leveraged e management buy out: una breve postilla*, in *Notariato*, 1996, p. 182;
- MUSCO, ENZO, *I nuovi reati*, Milano, 2002

MUSCO, ENZO, *La società per azioni nella disciplina penalistica*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Vol. IX, t.1, Torino, 1994

NAVARRINI, UMBERTO, *Trattato teorico pratico di diritto commerciale*, IV, Torino 1919

NOVARESE, ANDREA, *La liquidazione agli eredi della quota del socio defunto di società a responsabilità limitata in presenza di clausole statutarie limitative del trasferimento mortis causa delle quote*, in *Dir. Fall.*, 1991

OECHSLER, JÜRGEN, *Die Änderung der Kapitalrichtlinie un der Rucherwerb eigener Aktien*, in *ZHR*, 2006

OPPO, GIORGIO, *In tema di negozio in frode alla legge*, in *Scritti giuridici*, III, Padova, 1992

PAILLSSEA, LAZARSKI, CASSAIN e P. PEYRAMAURE, *Cession d'enterprise*, 4a ed., Paris, 1999

PARDOLESI, ROBERTO, *Leveraged buy out: non è fuori legge*, in *Corr. giur.*, 1992

PARDOLESI, ROBERTO, *Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in *Giur. Comm.*, 1989

PARTESOTTI, GIULIO, *Le operazioni sulle proprie azioni*, in *Trattato delle s.p.a.*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 2, I, Torino, 1991

PICCININI, GABRIELE, *Commento all'art. 2474*

PICONE, LUCA, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Contr. e Imp.*, 2003

- PICONE, LUCA, *Liceità del “Merger Leveraged Buy out”?*, in *Le società*, 2000,
- PORTALE, GIUSEPPE BENEDETTO *I bilanci straordinari (Appunti)*, in *Riv. Soc.*, 1978
- PORTALE, GIUSEPPE BENEDETTO e ANGELO ALDO DOLMETTA, *Divieto di accettare azioni o quote proprie in garanzia e casse di risparmio riformate*, in *Banca, borsa e tit. di credito*, 1989
- PORTALE, GIUSEPPE BENEDETTO, *Gruppi e capitale sociale*, in *I Gruppi di società*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano e G. Mucciarelli, vol. 3, Milano, 1996
- PREITE, DISIANO, *I Merger leveraged buy out e gli artt. 2357 e 2358 c.c.*, in *Giur. comm.* 1993, 1993
- PROCTOR, CHARLES, *Financial Assistance: new propose and new perspectives*, in *28 Company Lawyer*, 2007
- RACUGNO, GABRIELE, *Le operazioni sulle proprie quote nell’attuazione della seconda DirettivaCEE*, in *Riv. Soc.*, 1987
- RACUGNO, GABRIELE, *Operazioni sulle proprie partecipazioni nella nuova s.r.l.*, in *Società*, 2003
- RICKFORD, JONATHAN, *Reforming Capital; Report of the Interdisciplinary Group on Capital Maintenance*, in *15 European Business Review*, 2004
- RIVOLTA, G.C.M., *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato Cicu-Messineo*, 1982
- ROBERTS, CHASTON, *Financial assistance for the acquisition of shares*, Oxford, 2005

SALAFIA, VINCENZO, *Acquisto da parte di S.r.l. di proprie quote*, in *Società*, 1992

SALAFIA, VINCENZO, *Configurabilità degli elementi previsti nell'art. 2358*, in *Società*, 2003

SALAFIA, VINCENZO, *Il leveraged buy out nella riforma societaria*, in *Le società*, 2004

SALAFIA, VINCENZO, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501 bis c.c.*, in *Società*, 2009

SANDBERG, SKOG, *SPE - A company law dead-end?*, in *Die Ag.*, 2010

SANDULLI, MICHELE, *Sub. Art. 2380 bis c.c.*, in *Commentario Sandulli-Santoro*, Torino, Giappichelli, 2003

SANTINI, GERARDO, *Delle società a responsabilità limitata*, in *Commentario Scialoja – Branca*, 1992

SANTORO, MASSIMO, *Portata del divieto*, in *Società*, 2000

SCHELESINGER, PIERO, *Merger leveraged buyout e riforma societaria*, in *Corriere Giuridico n.61*, 2003

SCHROEDER, ULRICH, *Finanzielle Unterstützung des Aktienwerbs. Der. § 71a Abs. 1 AktG un sein Vorbild im englischen Gesellschaftsrecht*, Köln, 1995

SCOGNAMIGLIO, RENATO, *Contratti in generale*, in *Tratt. Dir. civ.*, diretto da Grosso e Santoro, Milano, 1977

SCOTTI CAMUZZI, SERGIO, *Acquisto di azioni proprie e utile di esercizio*, in *Riv. Soc.*, 1970

SHUTKEVER, CAROL e HERBERT SMITH, *Financial assistance*, in *Company lawyer*, 2004,

SIEMS, HERZOG e ERIK ROSENAAGER, *The protection of creditors of a European Private Company (SPE)*, 2011

SPOLIDORO, MARCO SAVERIO, *Incorporazione della controllante nella controllata e "Leveraged buy out"*, in *Società*, 2000

SPOLIDORO, MARCO SAVERIO, *Fusioni pericolose (Merger Leveraged Buy out)* in *Riv. Soc.*, 2004

SPOLIDORO, MARCO SAVERIO, *In attuazione della Direttiva 2006/68/CE su conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie ed assistenza finanziaria*, in *Notariato*, 2009

STAROLA, LUCIA, *Acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Guida al Diritto*, 2008

STELLA RICHTER JR., M., in AA.VV., *Il diritto delle società, Manuale breve*, Milano, 2006

STRAMPELLI, GIOVANNI, *Il limite quantitativo alla prestazione di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di G. E. Colombo*, Torino, 2011

TANZI, MAURIZIO, *Commento all'art. 2474*

TEDESCHINI, FRANCESCO e ANDREA SACCO GINEVRI, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura e dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, 2009

TOMBARI, UMBERTO *La partecipazione di società di capitali in società di persone come nuovo “modello di organizzazione dell’attività d’impresa”*, in *Riv. Soc.*, 2006

VAN DER ELST, CRHRISTOPH, *New Capital preservation law, Belgian Style*, in 6 *Eur. Company Law*, 2009

VANONI, SILVIA, *Sottoscrizione di proprie azioni. Altre operazioni*, in G.F. CAMPOBASSO, a cura di, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, Milano, Giuffrè, 2003

VAQUERIZO ALONSO, ALBERTO, *Asistencia financiera para la adquisición de acciones propias*, Madrid, 2003

VICARI, ANDREA, *L’assistenza finanziaria per l’acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006

VIDARI, ERCOLE, *Il nuovo codice di commercio*, compendiosamente illustrato coi motivi di esso, 2a ed., Milano, 1884

VIVANTE, CESARE, *Trattato di diritto commerciale*, II, Milano, 1923

WEIGMANN, ROBERTO., *Società per azioni*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 1994

WIMEERSCH, EDDY, *Article 23 of the Second Company Law Directive: The Prohibition on Financial Assistance To Acquire Shares of the Company*

WRIGHT, THOMPSON, CHIPLIN e ROBBIE, *Buy-ins and Buy-outs: New Strategis In Corporate Management*, London, 1991

WYMEERSCH, EDDY, *The Directive amending the Second Company Law Directive on Legal Capital*, Universiteit Gent, 2006

Pubblicazioni on-line:

Report of the reflection group on the future of a EU company law, Ilf paper n. 126, 5 aprile 2011, reperibile sul sito internet www.ilf.frankfurt.de.

Osservazioni allo schema del decreto legislativo per l'attuazione della *Direttiva 2006/68/CE*, reperibile sul sito internet www.confindustria.it.

La proposta di modifica della seconda DirettivaUE del 29 ottobre 2004, c.d. “*draft directive*”, reperibile sul sito internet www.europa.eu.