

ACQUISIZIONE DELLA SOCIETÀ PARTECIPANTE E POSSESSO SOPRAVVENUTO DI AZIONI PROPRIE (*)

SOMMARIO: 1. La fattispecie e il problema. – 2. La legittimità dell'acquisto. – 3. Ulteriori conferme della soluzione raggiunta.

1. Ci è stato richiesto un parere sulla seguente questione: se ALFA s.p.a., partecipata da Tizio al 66 per cento e da BETA s.p.a. al 34 per cento, possa legittimamente acquistare la totalità delle azioni di BETA s.p.a.. Né ALFA né BETA hanno azioni negoziate su un mercato regolamentato.

1.1. Posto che l'operazione – all'evidenza – provocherebbe un incrocio azionario, in virtù del quale ALFA si troverebbe a possedere, per il tramite di BETA, il 33 per cento delle proprie azioni, la verifica di legittimità che al riguardo si impone è essenzialmente quella relativa alla conformità della descritta operazione con la disciplina dell'acquisto e del possesso (a) di azioni proprie (artt. 2357 ss. c.c.) e (b) di azioni della controllante da parte della controllata (artt. 2359-bis ss. c.c.).

Non rileva invece la speciale disciplina in tema di partecipazioni reciproche prevista dall'art. 121 d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF), posto che, come premesso, né ALFA né BETA sono società quotate.

Va comunque in ogni caso ricordato sin d'ora che, secondo la ridetta disciplina, gli acquisti di azioni proprie (o della controllante), quand'anche effettuati in violazione della disciplina stessa, restano in ogni caso *validi ed efficaci*.

Le conseguenze della violazione consistendo, piuttosto, nell'obbligo di alienazione e/o annullamento delle azioni acquistate in sprezzo della disciplina; e nella sanzione penale comminata dall'art. 2628 c.c. agli amministratori della società che abbia violato il divieto legale, sempre che della fattispecie criminosa ricorrano tutti gli elementi costitutivi (anche soggettivi); dovendosi comunque ricordare che, trat-

(*) Parere *pro veritate*.

tandosi di norma penale, essa è di “stretta interpretazione” e quindi in via di principio non applicabile analogicamente alle ipotesi non espressamente vietate dalla legge.

1.2. Effettuate queste premesse, è bene innanzitutto sgombrare il campo da un’ipotesi, pur astrattamente concepibile. BETA, con la sua partecipazione del 34 per cento in ALFA, non può – né comunque potrà – configurarsi quale “controllante” di ALFA.

Ergo, non viene in questione – né quindi se ne tratterà – una ricostruzione della vicenda secondo cui sarebbe la “controllata” ALFA ad acquistare (la totalità delle) azioni della “controllante” BETA: ipotesi, questa, su cui del resto non vi sarebbe altro da dire se non che costituirebbe una violazione dell’art. 2359-*bis* c.c.

Gli è però che, nonostante l’attuale statuto di ALFA prescriva dei *quorum* assembleari – sia costitutivi che deliberativi, sia in sede ordinaria che straordinaria – pari al 70 per cento, con allora un sostanziale potere di veto da parte di BETA (che, si ricordi, ha una partecipazione del 34 per cento), un tale potere non equivale a quella “influenza dominante” di cui, secondo l’art. 2359 c.c., il controllo societario si sostanzierebbe.

D’altronde, seppure il descritto assetto assembleare di ALFA potrebbe far discutere di una sorta di “controllo congiunto” di Tizio e di BETA, ciascuno incapace di una “influenza dominante” senza il concorso dell’altro, consta comunque – ed è ciò che consente di ritenere assorbita ogni questione – la volontà dei due soci (nella prospettiva della fattibilità dell’operazione in merito a cui si sta rendendo parere) di procedere ad una modifica dello statuto di ALFA, in modo da ridurre i citati *quorum* assembleari al di sotto del 66 per cento: con allora un’indubbia situazione di controllo della società da parte del solo socio Tizio, con BETA relegata al ruolo di socio di minoranza.

In definitiva, BETA non è (né, in ogni caso, sarà) controllante di ALFA quando questa si dovesse accingere a rilevarne l’intero pacchetto azionario. E quindi neppure viene in questione, in quest’ottica, la disciplina (artt. 2359-*bis* ss. c.c.) dell’acquisto di azioni della controllante da parte della controllata con riferimento ad un’ipotesi in cui controllante sia BETA e controllata sia ALFA.

1.3. Una più ponderata riflessione sulla legittimità dell’operazione si impone invece nella prospettiva in cui, all’esito dell’operazione, sarà ALFA a divenire controllante di BETA, a sua volta titolare del 34 per cento delle azioni di ALFA.

Rispetto a questa situazione, vengono infatti in questione due precetti normativi che, pur occupandosi di vicende *diverse* da quella qui ipotizzata, contemplano un *effetto sostanzialmente equivalente*.

1.3.1. Il primo, in materia di acquisto di azioni proprie, è quello secondo cui “in nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale, tenendosi conto, a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate” (art. 2357, comma 3, c.c.).

Il secondo, in materia di acquisto di azioni della controllante da parte della controllata, è quello per cui “in nessun caso il valore nominale delle azioni o quote acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la decima parte del capitale sociale della società controllante, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni o quote possedute dalla medesima società controllante e dalle società da esse controllate” (art. 2359-*bis*, comma 3, c.c.).

1.3.2. Le fattispecie descritte da tali articoli, come detto, sono diverse da quella che qui occupa, presupponendo un acquisto (o simile vicenda traslativa a titolo oneroso) avente *direttamente* ad oggetto: o azioni *proprie*; o azioni *della controllante*.

Nel nostro caso, invece, l'acquisto non ha certamente ad oggetto azioni proprie, né azioni di una controllante; e neppure – per vero – azioni di una società allo stato definibile come controllata: oggetto del contratto sono piuttosto azioni di una società (BETA) – titolare di azioni dell'acquirente – che solamente *all'esito* dell'acquisto potrà dirsi controllata.

1.3.3. Ciò chiarito, è bene anche specificare che l'operazione qui considerata neppure ricade nella previsione dell'art. 2357, ult. comma, c.c., secondo cui – sempre in materia di acquisto di azioni proprie – “le disposizioni del presente articolo si applicano anche agli acquisti fatti per tramite di società fiduciaria o per interposta persona”.

Tale previsione, infatti, concerne pur sempre un acquisto avente ad oggetto proprie azioni, effettuato però, anziché in prima persona, attraverso un “prestanome” (più precisamente, un mandatario senza rappresentanza: un “fiduciario” o in “interposto”, appunto); e non va perciò confusa con il ben diverso caso di acquisto avente ad oggetto azioni di un'altra società nel cui patrimonio già in precedenza (nel nostro caso: da anni, e senza peraltro alcuna preordinazione o concerto) si trovassero azioni dell'acquirente.

Al riguardo, può essere illuminante quanto ha avuto modo di affermare Trib. Milano, 18 settembre 1992¹: “l'acquisto di azioni pro-

(1) In *Giur. comm.*, 1992, II, p. 988.

prie per interposta persona di cui all'art. 2357 c.c. si perfeziona all'atto dell'acquisto da parte dell'interposto e non al momento dell'acquisto da parte dell'interponente”.

Sarà pur vero, quindi, che in entrambi i casi l'effetto è quello per cui una società verrà, per via indiretta, a detenere azioni proprie. Ma l'ipotesi di cui all'art. 2357, ult. comma, come meglio ancora si comprende leggendo la norma comunitaria di riferimento (art. 19, Dir. 77/91, cd. Seconda Direttiva in materia societaria), è soltanto quella in cui una società effettui un acquisto avente immediatamente ad oggetto azioni proprie, e che però anziché essere compiuto *nomine proprio*, viene effettuato “tramite una persona che agisce in nome proprio ma per conto della società” (così, testualmente, il ridetto l'art. 19).

Nell'operazione qui considerata invece – e con tutta evidenza – BETA non “agisce”. Né oggetto della compravendita sono azioni di ALFA.

1.3.4. Tutto ciò, peraltro, non risolve ogni problema. Come si accennava, infatti, se è vero che i succitati artt. 2357, comma 3, e 2359-bis, comma 3, c.c., descrivono fattispecie indubbiamente *diverse* da quella qui considerata, è pur vero che essi sembrano manifestare lo scopo di impedire (se in assoluto o non, è quanto si vedrà) un *effetto equivalente*: e cioè che una società si trovi a detenere, direttamente o attraverso una o più controllate, più del 10 per cento delle proprie azioni.

Anche nel caso qui considerato, a ben vedere, benché l'acquisto abbia ad oggetto azioni di una società che al momento dell'acquisto non solo non è controllante, ma neppure è controllata, non v'è dubbio che all'esito dell'operazione ALFA avrà il controllo (totalitario) di BETA, e la controllata BETA avrà il 33 per cento delle azioni della controllante ALFA.

1.4. È nostra opinione che un tale acquisto sia legittimo, come appresso si avrà modo di spiegare.

È anche onere di prudenza, però, quello di rappresentare innanzitutto l'esistenza di un significativo precedente giurisprudenziale (Cass. 13 marzo 2003, n. 3722) secondo cui, invece, anche l'ipotesi che qui si discute – pur riconosciuta come non espressamente prevista dalla legge – costituirebbe oggetto di un divieto legale.

Confermando la motivazione della Corte territoriale bergamasca (“esigenze di tutela della *eadem ratio* impongono di ritenere che siano egualmente vietate per una società ipotesi di acquisizione di una posizione di controllo su una società che già detenga azioni, oltre il limite consentito, della prima”) e ritenendo di ben interpretare la regola co-

munitaria (art. 24-*bis*, Dir. 77/91, *v. infra*) secondo cui “la sottoscrizione, l’acquisto e la detenzione di azioni della controllante da parte della controllata equivalgono a sottoscrizione, acquisto e detenzione della controllante medesima” (parole della sentenza), la Cassazione arriva ad affermare espressamente che “*acquisto*” e “*detenzione*” si equivarrebbero: “la detenzione delle azioni [di ALFA] da parte [di BETA], una volta che quest’ultima fu partecipata da [ALFA], nei termini significativi che si è visto, ricade sotto il disposto dell’art. 2357 c.c. – equivalendo la detenzione all’acquisto, in considerazione della *ratio* della norma, avuto anche riguardo alla previsione del comma 3, che tiene conto, ai fini del limite delle azioni acquistabili, di quelle possedute dalla controllata – e non legittima il risultato, quand’anche raggiunto in modo rovesciato, per essere l’acquisto delle azioni – quello di [BETA] avvenuto nel rispetto delle regole, salvo a restare negativamente influenzato dalla successiva situazione, operata con ... la partecipazione significativa [*in BETA di ALFA*]”.

V’è peraltro da rimarcare che la motivazione della decisione della Suprema Corte appare condizionata – non si saprebbe peraltro dire se in modo decisivo o meno – anche della constatata esistenza, nel caso deciso, di una consapevole preordinazione fraudolenta di tutta l’operazione, siccome volta ad eludere la legge: “nella sequenza di atti ed operazioni descritta nella esposizione dei fatti di causa, articolatasi per oltre un triennio e conclusa con la deliberazione impugnata, dichiarata nulla dai giudici di merito, l’atto terminale, e cioè la delibera predetta (...) costituisce la saldatura della complessa vicenda, connettendosi con l’atto con cui la società B. e B. aveva acquistato il 25,19% di azioni di quest’ultima. (...)”. Si sarebbe trattato, in effetti “delle contropacce dello stesso fenomeno, articolatosi attraverso plurime operazioni, volte ad eludere il disposto normativo”.

2. Ora, rispetto a quanto affermato nella decisione innanzi riportata, non pare condivisibile la ritenuta coincidenza fra “acquisto” e “detenzione” di azioni proprie; mentre appare condivisibile il principio per cui un eventuale collegamento negoziale in frode alla legge (sempre che concrete circostanze ne provino l’esistenza) potrebbe avere una rilevanza negozialmente inficiante.

2.1. In primo luogo – deve infatti rilevarsi – la norma comunitaria (art. 24-*bis*, Dir. 77/91, secondo cui “la sottoscrizione, l’acquisizione o la detenzione di azioni della società per azioni da parte di un’altra società ai sensi dell’articolo 1 della direttiva 68/151/CEE in cui la società per azioni dispone direttamente o indirettamente della mag-

gioranza dei voti o può esercitare direttamente o indirettamente un'influenza dominante, è considerata come effettuata dalla società per azioni stessa") sta a significare che v'è senz'altro equivalenza fra operazioni di identica natura indipendentemente dal fatto che siano compiute dall'emittente o da una sua controllata; ma non sta a significare, anche, che vi sia equivalenza fra le operazioni di diversa natura previste dalla norma.

E così, la sottoscrizione di azioni proprie da parte dell'emittente equivale senz'altro alla sottoscrizione delle medesime azioni operata dalla controllata; l'acquisto da parte dell'emittente, a quello da parte della controllata; la detenzione da parte dell'una, alla detenzione da parte dell'altra.

Ma ciò non comporta – all'evidenza – che sottoscrizione equivalga ad acquisizione, o che acquisizione equivalga a detenzione. Pertanto, dire che acquisto e detenzione si equivalgano è un errore: e non solo sul piano dell'interpretazione letterale della norma, né soltanto su quello sostanziale (ché si tratta chiaramente di situazioni ben diverse, dinamica l'una, e statica l'altra); ma soprattutto (ed è il piano su cui la pronuncia ricordata sembra muoversi) su quello sistematico, rispetto al quale non può certo trascurarsi che la cd. disciplina delle azioni proprie si articola su *due* ben diversi livelli: quello dell'*acquisto*, e delle relative condizioni legittimanti; e quello del *possesso* (o detenzione che dir si voglia), quale che sia stato l'evento che l'ha provocato.

Si tratta allora di discipline, certo connesse, ma che presuppongono fattispecie non necessariamente coincidenti. È stato ben rilevato al riguardo, da chi ha studiato a fondo il problema², che “tra legittimità/illegittimità dell'acquisto e legittimità/illegittimità del possesso non vi è una relazione biunivoca perfetta”.

2.2. La disciplina *dell'acquisto* consiste sempre e costantemente in una vicenda traslativa che riguarda *direttamente le azioni proprie o della controllante*, quali vero e proprio *oggetto del contratto* (come s'è già avuto modo di riscontrare).

Tanto ciò è vero che, applicando il consueto criterio della “relatività della fattispecie alla disciplina” (e cioè: la fattispecie descritta dalla legge non può che individuarsi in un fatto a cui il precetto normativo risulti concretamente applicabile), ben si comprende come la disciplina dell'acquisto delle azioni proprie (o della controllante) *neppure sarebbe applicabile* ad un'operazione avente ad oggetto azioni di un'altra società (non controllante, né controllata). Come potrebbe infatti

(2) F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, p. 111.

applicarsi il precetto che impone che l'acquisto sia autorizzato dall'assemblea, che indichi “*il numero massimo delle azioni da acquistare*”? E che poi ne indichi addirittura “*il corrispettivo minimo e il corrispettivo massimo*”? Che senso avrebbe la norma per cui le “azioni acquistate” devono essere interamente liberate, se ad essere acquistate sono azioni di altra società?

È chiaro, quindi, che la fattispecie descritta dalla legge parla di acquisto avente direttamente ad oggetto azioni proprie (o della controllante, nell'ipotesi del 2359-*bis* c.c.).

2.3. D'altronde, anche l'acquisto per interposta persona (art. 2357, ult. comma, c.c.) – come visto – riguarda comunque un contratto avente immediatamente ad oggetto azioni proprie (o azioni della controllante), con la sola particolarità che l'acquisto viene effettuato tramite un interposto “che agisce in nome proprio”.

Con riferimento alla portata di questa norma, anzi, potrà ben apprezzarsi l'equilibrio della soluzione qui proposta (la disciplina dell'acquisto di azioni proprie non si applica all'acquisto delle azioni di BETA da parte di ALFA) se si armonizzi tale regola con la rilevanza, espressa anche dalla Suprema Corte, di un'eventuale preordinazione fraudolenta della consecuzione degli acquisti.

È chiaro cioè che l'acquisto da parte della società X delle azioni della società Y in misura superiore al 10 per cento del capitale di quest'ultima è perfettamente legittimo; e che il successivo acquisto da parte di Y di una partecipazione azionaria di controllo di X non costituisce – stando a quanto si è appena visto – né acquisto di azioni proprie né acquisto di azioni di una controllante (e neppure di una controllata); e che tutto ciò, in principio, non può neppure retrospettivamente ricostruirsi come un acquisto di azioni proprie per interposta persona, se quando X comprò le azioni di Y non lo fece affatto quale mandataria di quest'ultima, ma pienamente in nome proprio e per conto proprio.

Ben diverso sarebbe però il caso in cui X avesse a suo tempo comprato azioni di Y non *motu proprio*, bensì in esecuzione di un *disegno preordinato* con Y, che si sarebbe poi completato con l'acquisto del controllo di X da parte di Y. In questo caso, allora, ben potrebbe dirsi che gli acquisti sarebbero viziati: ma non tanto – attenzione – per violazione della disciplina dell'acquisto delle azioni della controllante da parte della controllata (ché quando X comprò azioni di Y non era comunque, salvo altro, sua controllata, né lo era prima che Y acquistasse azioni di X), bensì perché – proprio sulla base di un comprovato accordo a monte – potrà constatarsi che quando X comprò le azioni di Y lo fece in realtà quale mandataria di quest'ultima. In questo

caso, allora, potrebbe ben dirsi – come in effetti dice anche la Cassazione su riferita³ – che quando X comprò le azioni di Y, in realtà si sarebbe avuto un vero e proprio acquisto di azioni proprie da parte di Y attraverso l'interposta società X, allo scopo di frodare la legge.

È chiaro però che in tanto questa ricostruzione “tiene”, ed è condivisibile (come condivisibile appare in effetti, sul punto, la decisione della Suprema Corte prima ricordata), in quanto le circostanze stiano a manifestare l'esistenza di un collegamento negoziale in frode alla legge.

Non così, però, nel caso concreto che qui occupa, in cui BETA è stata per *molti anni* “socio vero” di ALFA, e che certo non ne aveva acquistato le azioni su mandato di quest'ultima. Anzi, vale la pena di ricordare che la proprietà di BETA apparteneva ad un nucleo familiare che per lungo tempo è stato anche in aspra contrapposizione col resto della compagine azionaria di ALFA.

In definitiva, la fattispecie qui considerata non può assimilarsi in nessun modo a quella presupposta dalla disciplina dell'acquisto di azioni proprie, o di azioni della controllante, o di azioni per interposta persona. Ed anzi, tale disciplina – come visto – risulterebbe addirittura inapplicabile, in concreto, alla fattispecie qui considerata.

Né ammettere conseguentemente la legittimità dell'operazione qui considerata significa ammettere alcuna “falla” nel sistema, che come premesso, invece, si compone anche di una disciplina del possesso, attraverso cui le conseguenze dell'operazione si integrano nel sistema stesso.

2.4. La disciplina *del possesso* delle azioni proprie oltre i limiti consentiti (art. 2357, comma 4, art. 2357-bis, comma 2, art. 2357-ter, 2359-bis, comma 5, 2359-quater, commi 2 e 3, c.c.) si differenzia da quella dell'acquisto poiché, prescindendo dalla dinamica dell'acquisizione, si rifà ad una fattispecie statica, che certo può trarre origine da un acquisto di azioni proprie o della controllante, e però non necessariamente soltanto da esso.

Proprio l'ultimo degli articoli citati, l'art. 2359-quater c.c., è infatti significativamente rubricato: “*Casi speciali 'di acquisto o di possesso' di azioni o quote della società controllante*”: ove la disgiunzione fra l'acquisto e il possesso non vuol essere affatto pleonastica, ma allude

(3) “Al di là del fatto che in situazioni come quella in esame, in cui tra la società controllata ATA e la società acquirente delle azioni di F. di G., B. e B. Finance, intercorse un rapporto di controllo totalitario, si da realizzare la ipotesi di interposizione di persona, mancando la B. e B. di qualunque autonomia decisionale, al punto da riferire direttamente alla società ATA la detenzione delle azioni (...)”.

proprio a quanto si diceva prima, e cioè che acquisto e possesso (o detenzione) non si equivalgono, ma rinviano a discipline che, ancorché connesse, sono distinte, presupponendo fattispecie non necessariamente coincidenti.

Lo conferma la stessa parte prescrittiva del citato articolo, ove – ancor più significativamente – si regolano le conseguenze di possibili cause di un possesso “eccedente”, *diverse dall’acquisto*: “*se il limite indicato dall’art. 2359 bis è superato per effetto di circostanze sopravvenute, etc.*”.

2.5. Quest’ultima previsione si rivela strettamente pertinente alla fattispecie qui considerata, consentendo di spiegare perché essa – pur ricadendo al di fuori della disciplina dell’acquisto di azioni proprie o della controllante – possa considerarsi integrata nel sistema, senza creare “zone franche” da un lato, e senza apportare indebite restrizioni alla libertà di iniziativa economica, dall’altro.

2.6. Quanto al “sistema”, è allora opportuno evidenziare, innanzi a tutto, l’erroneità del preconcetto – da cui muove anche la Cassazione – per cui la disciplina dell’acquisto delle azioni della controllante da parte della controllata sarebbe una disciplina perfetta ed onnicomprensiva, alla quale devono necessariamente essere ricondotti, sia pure per analogia, tutte le fattispecie (come quella qui considerata) che, anche se non previste, realizzano un effetto equivalente a quello contemplato da tale disciplina. Preconcetto funzionale, poi, ad assecondare un altro falso mito, quello per cui non è ammissibile in ogni caso (neppure in quelli non previsti) un “annacquamento” del capitale in misura eccedente quella fissata dalla disciplina delle azioni proprie.

Deve piuttosto dirsi, per contro, che se il divieto di sottoscrizione ed acquisto di azioni proprie – che costituisce il nucleo originario di tutta la disciplina delle azioni proprie – ha una sua innegabile chiarezza e linearità, la disciplina dell’acquisto di azioni della controllante da parte della controllata è una disciplina per molti aspetti ambigua ed incompleta, al tempo stesso eccessiva e difettosa⁴, ove possono constatarsi numerose lacune ed alla quale pertanto non v’è alcuna necessità logica e sistematica di riportare qualsiasi fattispecie simile ma non prevista. “Gli attuali artt. 2359-bis ss. codice civile” – è stato pure

(4) G.E. COLOMBO, *Per una disciplina “comune” delle partecipazioni reciproche*, in *Giur. comm.*, 2000, I, p. 813: “La disciplina delle partecipazioni reciproche in presenza di rapporto di controllo tra società è, per un profilo, insufficiente, per vari altri profili eccessiva rispetto agli interessi da tutelare.

a) L’insufficienza riguarda la tutela dell’integrità del capitale della controllante”.

scritto⁵ – “servile imitazione” degli artt. 2357 e segg. dello stesso codice, però, sono null’altro che il frutto di errori ed equivoci in cui è via via caduto un legislatore convinto che già l’originario art. 2359, comma 1, c.c., regolasse l’ “investimento” in azioni della controllante a causa degli effetti patrimoniali degli incroci azionari sulla falsariga della norma, ossia l’art. 2357, che regolava l’acquisto di azioni proprie”.

Tanto potrà ben costatare chiunque analizzi senza preconcetti la disciplina delle cd. partecipazioni incrociate:

– in via generale, è d’uopo ricordare innanzi a tutto, la “regola”, nel nostro ordinamento, è che gli incroci azionari sono *del tutto liberi*⁶, senza alcun limite, almeno sino a che non si instauri un rapporto di controllo.

Sicché una partecipazione reciproca di due società al 49 per cento dell’una nell’altra sarebbe nel nostro ordinamento del tutto ammessa. Ed anzi, persino un incrocio maggiore, nella misura in cui non crei posizioni di controllo – si supponga del 70 per cento, di cui però un 50 per cento risulti composto da azioni prive di diritto di voto – sarebbe ammesso.

Ed allora, non v’è chi non veda come, a fronte della *piena legittimità* di una partecipazione reciproca al 49 per cento, o addirittura al 70 per cento (in entrambe le ipotesi, si noti bene, si avrebbe un “annacquamento” di gran lunga maggiore di quello creato dalla fattispecie qui considerata⁷), quello del fondamentale divieto di annacquamento del capitale oltre il 10 per cento sia solo un “mito”, falso e da sfatarsi;

(5) E. FAZZUTTI, *Le partecipazioni incrociate*, ed. provv., Milano, 2005, p. 3 s., nt. 8).

(6) G. E. COLOMBO, *Per una disciplina*, loc. cit.: “Fuori dell’ipotesi di controllo tra società non è previsto un generale divieto di partecipazione reciproca”; G. F. CAMPOBASSO, *Manuale di diritto commerciale*, 3^a ed. a cura di M. Campobasso, Torino, 2004, p. 203 s.: “L’acquisto reciproco di azioni è possibile senza alcun limite quando fra le due società non intercorre un rapporto di controllo e nessuna delle due è quotata in borsa”.

(7) Secondo la relazione individuata da G. FANELLI, *Le partecipazioni sociali reciproche*, Milano, 1957, p. 47 ss., e tradotta in formula matematica da L. PASTERIS, *Il controllo nelle società collegate e le partecipazioni reciproche*, Milano, 1957, p. 137 ss.: “il valore effettivo di garanzia rappresentato dal loro [delle due società] capitale nominale si riduce, nella stessa proporzione per entrambe le società, in misura corrispondente al prodotto delle reciproche percentuali di partecipazione”.

“In altre parole [rileva G. E. COLOMBO, *op. cit.*], se la società A partecipa per il 50 per cento al capitale della società B, e quest’ultima partecipa per il 10 per cento al capitale della società A, i capitali di ciascuna delle due società risultano intaccati nella misura del 5 per cento ($50/100 \times 10/100 = 5/100$)”.

– d'altronde, la disciplina dell'acquisto delle azioni della controllante da parte della controllata è palesemente eccessiva se si pensi che un rapporto di controllo potrebbe essere determinato da meri vincoli contrattuali e non da rapporti partecipativi⁸. Sicché davvero, se si ragiona nell'ottica dell'annacquamento del capitale, non si arriverebbe a comprendere perché mai X – controllata da Y sulla base di meri rapporti contrattuali, ma senza che Y detenga *una sola azione* di X – non potrebbe acquistare più del 10 per cento delle azioni di Y, considerato che anche un acquisto del 100 per cento di Y non creerebbe alcun annacquamento del capitale;

– anche se si guardi al divieto di *sottoscrizione* di azioni della controllante da parte della controllata, che è divieto assoluto (art. 2359-*quinquies* c.c.), non si capisce proprio – se si ragioni solo nella prospettiva dell'annacquamento del capitale – perché mai una controllata potrebbe acquistare sul mercato secondario fino al 10 per cento delle azioni della controllata, mentre in sede di sottoscrizione non possa acquistarne *nemmeno una*⁹.

2.7. Gli è allora che la *ratio* di tutta questa disciplina – veramente incomprensibile nella sola prospettiva della tutela dell'integrità del capitale sociale – sembra doversi ravvisare, piuttosto, in ciò: che il rapporto di controllo non rileva in quanto diretto fattore o concausa dell'annacquamento patrimoniale (posto che potrebbe trattarsi anche di un controllo niente affatto partecipativo!), bensì quale leva di potere di cui la controllante potrebbe approfittare per costringere (come in effetti poteva, prima della apposita novellazione della disciplina¹⁰) la controllante ad acquistare o sottoscrivere azioni proprie della controllante, proprio al fine di eludere il relativo divieto di diretto acquisto o sottoscrizione.

È soltanto in questa prospettiva allora – questo sì – che ha senso dire, come fa la norma comunitaria, che l'acquisizione di azioni della controllante da parte della controllata equivale a quello effettuato direttamente dalla controllante.

Ma soltanto in quanto, allora, *al momento dell'acquisto già sussista, appunto, un rapporto di controllo*.

(8) G. E. COLOMBO, *op. loc. cit.*

(9) G. E. COLOMBO, *op. loc. cit.*

(10) D. lgs. 2 maggio 1994, n. 315, che ha attuato la Direttiva 92/101/CE (a sua volta modificativa della versione originaria 77/91/CE) introducendo nel codice civile la disciplina dell'acquisto e del possesso delle azioni della controllante da parte della controllata (artt. 2359-*bis* ss., c.c.).

Se invece al momento dell'acquisto un potere di controllo non vi fosse, la disciplina non potrebbe trovare applicazione: e non soltanto perché non ne ricorrerebbe la fattispecie (che appunto pretende un rapporto di controllo), ma anche e soprattutto perché non ne ricorrerebbe la *ratio*.

È per questo, in definitiva, che non è affatto irrilevante o indifferente valutare se un rapporto di controllo vi sia già al momento dell'acquisto, ovvero sopraggiunga soltanto dopo (e senza preordinazione alcuna). Ed è per questo, allora, che non appare affatto corretto affermare, come fa la Cassazione – muovendo dall' "orrore" dell'annacquamento del capitale – che in ogni caso "non è legittimo il risultato, quand'anche raggiunto in modo rovesciato, per essere l'acquisto delle azioni – quello di [BETA] avvenuto nel rispetto delle regole, salvo a restare negativamente influenzato dalla successiva situazione, operata con ... la partecipazione significativa [in BETA di ALFA]".

Invece no: l'acquisto delle azioni di ALFA da parte di BETA non fu mai un acquisto effettuato da una controllata, né fu l'acquisto di una "prestanome". E l'acquisto delle azioni di BETA da parte di ALFA non sarebbe mai un acquisto di azioni proprie. Sarebbe soltanto l'acquisto, piuttosto, di azioni di una società che ha nel portafoglio azioni dell'acquirente senza essere, al momento dell'acquisto, né controllante, né controllata.

2.8. Tutto ciò non toglie, però, che per effetto dell'acquisto da parte di ALFA delle azioni di BETA (e quindi né di azioni proprie, né di azioni della controllante, e perciò estraneo alla relativa disciplina) si verrebbe a creare *ex post*, per effetto del *sopravvenuto* controllo, quella situazione di *possesso* (indiretto) di azioni della controllante da parte della controllata in misura eccedente il 10 per cento che la disciplina del possesso (art. 2359-*quater*, comma 3, c.c.), come visto, regola a prescindere da quale sia stata la "sopravvenuta circostanza" che lo ha originato: "Se il limite indicato dal terzo comma dell'art. 2359-bis è superato per effetto di circostanze sopravvenute, la società controllante, entro tre anni dal momento in cui si è verificata la circostanza che ha determinato il superamento del limite, deve procedere all'annullamento delle azioni o quote in misura proporzionale a quelle possedute da ciascuna società, con conseguente riduzione del capitale e con rimborso alle società controllate secondo i criteri indicati dall'art. 2347".

A questo punto, quindi, non sorprenderà affatto rilevare come la dottrina che più a fondo ha studiato la materia¹¹, tentando di individuare quali siano le "circostanze sopravvenute" che, posta la legittimi-

(11) F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, cit., p. 116.

tà dell'acquisto, determinano le conseguenze previste dalla norma appena ricordata, proprio per prima identifichi il tipo di operazione di cui si discute in queste pagine: “un caso ipotizzabile è quello che una società, la quale possieda azioni di un'altra società, divenga successivamente controllata da quest'ultima”.

2.9 L'acquisto della totalità delle azioni di BETA da parte di ALFA sarebbe in definitiva perfettamente legittimo, in quanto non vietato da alcuna norma.

Il possesso (indiretto) di azioni proprie da parte di ALFA, tuttavia, obbligherebbe gli amministratori di ALFA a procedere entro tre anni all'annullamento delle azioni detenute da BETA in eccedenza al limite del 10 per cento del capitale nominale di ALFA; sempre che, ovviamente, tale eccedenza non fosse frattanto “smaltita” dagli amministratori di BETA, alienando a terzi le azioni di ALFA (beninteso alle condizioni previste dallo statuto di quest'ultima).

Prudenza vorrebbe, inoltre, che a partire dal momento in cui si realizza il rapporto di controllo, “la controllata costituisca una riserva indisponibile a fronte della partecipazione nella società (divenuta) controllante”¹².

3. La piena legittimità dell'acquisto della totalità delle azioni di BETA da parte di ALFA trova del resto conferma anche in un paio di considerazioni sulla cui base potrebbe ben dubitarsi della legittimità costituzionale di un'interpretazione dell'art. 2359-*bis* c.c., secondo cui, al di là dell'ipotesi prevista di acquisto di azioni della controllante da parte della controllata, sarebbe da ritenersi vietata anche l'ipotesi, non prevista, di acquisto del controllo di qualsiasi società sol che detenga azioni dell'acquirente in misura superiore al 10 per cento.

3.1. La prima delle due considerazioni ha a che vedere con la *libertà di iniziativa economica* (art. 41 Cost.).

Sostenere che l'acquisto del controllo di una qualsiasi società che detenga azioni dell'acquirente in misura eccedente il 10 per cento sia vietato per ragioni legate al pericolo di annacquamento del capitale (e quindi in definitiva alla tutela dei creditori, quale misura di “utilità sociale” *ex art. 41 Cost.*), sarebbe, come visto, falso e del tutto incoerente rispetto ad una complessiva disciplina che invece tollera senz'altro ipotesi di annacquamento ben più gravi, e che al contempo attribuisce rilevanza anche ad un controllo, quello fondato su meri vincoli contrattuali, dal quale neppure potrebbe derivare una partecipazione reciproca (e tantomeno, quindi, un annacquamento del capitale).

(12) F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, *loc. cit.*

Tanto sarebbe assurda una prospettiva del genere, del resto, che condurrebbe persino a vietare del tutto, e per sempre (con quali rischi di annacquamento del capitale davvero sarebbe difficile capire...) l'acquisto del controllo di qualsiasi società che abbia in precedenza *sottoscritto* anche *una* sola azione dell'acquirente. Posto il divieto assoluto della controllata di sottoscrivere azioni della controllante (art. 2359-*quinquies* c.c.), affermare che è del tutto indifferente che un rapporto di controllo vi sia già prima (del momento della sottoscrizione) o soltanto dopo, equivarrebbe a dire, ad esempio, che per sottrarsi al "pericolo" di essere "conquistati" da una società ostile (magari attraverso un'o.p.a.) sarebbe sufficiente sottoscrivere una sola sua azione (magari in sede di aumento di capitale) per impedire per sempre che la società ostile possa realizzare la sua strategia espansiva.

Una società non potrebbe insomma liberamente operare sul mercato acquisendo altre società, soltanto perché queste abbiano acquistato, o sottoscritto anche in infima misura, sue azioni, ed ovviamente senza la sua minima compartecipazione e senza il suo minimo mandato, e magari proprio al fine di ostacolarla.

Ed anzi, a ben vedere, addirittura senza la sua minima consapevolezza! Potrebbe infatti darsi il caso in cui oggi una società acquisti il controllo (partecipativo o non) di un'altra, che proprio ieri abbia acquistato il 10 per cento della prima, senza che questa neppure lo sappia: e ciò dovrebbe condurre addirittura ad un'illegittimità dell'acquisto (o, come nel caso deciso nella sentenza su riferita, ad una invalidità della delibera con cui lo si è deciso), con la possibilità, per di più, di conseguenze penali a carico degli amministratori (art. 2628 c.c.)?!

Molto meglio dire, piuttosto, che la libertà di iniziativa economica sarebbe preservata consentendo a qualunque società di acquistare una partecipazione azionaria di controllo in qualsiasi altra società operante sul mercato, ciò che come visto non costituirebbe in alcun caso un "acquisto di azioni proprie". Salvo poi aggiungere, semmai, che se per effetto del controllo acquisito una società si trovi nel possesso (indiretto) di azioni proprie (a suo tempo acquisite dalla società attualmente controllata per ragioni certo non imputabili alla attuale controllante), allora si applicherà la disciplina del possesso delle azioni proprie, volta appunto a ricondurre quel possesso nei limiti ammessi dalla legge (art. 2359-*quater*, comma 3, c.c.).

Rispetto all'interpretazione qui avversata (che non avrebbe senso e che costituirebbe un'intollerabile restrizione della libertà imprenditoriale di una società la quale, anche con la "migliore volontà", non potrebbe sottrarsi a quella restrizione operativa, derivante da acquisti

a lei non imputabili) appare discorso ben diverso, invece, quello che in modo costituzionalmente legittimo può attribuirsi al legislatore. E cioè: è vietato un comportamento (l'acquisto, avente direttamente ad oggetto azioni proprie, effettuato in prima persona o attraverso prestanome o controllata) che, oltre ad essere indubbiamente pericoloso sul piano della tutela dell'integrità del capitale sociale, non troverebbe altra giustificazione economica.

Non si vede infatti perché mai una società, *di propria iniziativa*, dovrebbe sottoscrivere o acquistare (almeno oltre un certo limite, entro cui ragioni plausibili potrebbero darsi: ad esempio per sostenere il "corso" delle proprie azioni in Borsa) *proprie azioni*.

Iniziativa propria che del resto ricorre anche quando l'acquisto venga effettuato tramite una mandataria senza rappresentanza (la fiduciaria o l'interposta persona di cui all'art. 2357, ult. comma c.c.); ovvero da una controllata, proprio in quanto dall'*attuale* potere di controllo si dovrà dedurre che l'acquisto non può essere avvenuto senza la volontà della controllante.

La centralità del principio per cui gli acquisti vietati possono essere soltanto quelli riconducibili, direttamente o indirettamente, all'iniziativa dell'emittente, rivela quindi – ai fini che qui interessano – l'essenzialità del fatto che un rapporto di controllo *già ci sia* al momento dell'acquisto o della sottoscrizione. Altrimenti si ricade fuori dal divieto.

3.2. Una seconda e decisiva conferma di quanto si va affermando, e che condurrebbe a negare legittimità costituzionale all'art. 2359-*bis* c.c. se interpretato nel senso che, oltre all'acquisto di azioni della controllante da parte della controllata, sarebbe vietato anche l'acquisto del controllo di qualsiasi società che *già* detenga azioni dell'acquirente in misura superiore al 10 per cento, ha infine a che vedere con il principio di *parità di trattamento* (art. 3 Cost.).

Come noto, infatti, l'acquisto di azioni proprie, diretto o attraverso la controllante, è in taluni casi consentito anche *oltre* il limite del 10 per cento del capitale nominale della controllante (artt. 2357-*bis*, comma 1, e art. 2359-*quater*, comma 1, c.c.), salva poi l'applicazione della più volte ricordata disciplina del possesso, che impone di dismettere entro un triennio le azioni possedute in eccesso rispetto a quel limite.

Fra i casi previsti, come noto, rientra la fusione.

Ratio comune dei "casi speciali" previsti dalla legge appare quella di impedire che i limiti fissati in via generale finiscano con l'ostacolare operazioni imprenditorialmente opportune, che senza eccedere quel limite non potrebbero realizzarsi.

È abbastanza intuitivo, allora, rilevare che una consimile *ratio* ricorra anche quando una società reputeri imprenditorialmente opportu-

no acquistare il controllo di un'altra; e che, anzi, la *ratio* sia *addirittura identica* a quella che sottostà alla specifica ipotesi della fusione¹³.

La ragione che induce X ad *incorporare* Y, infatti, non è affatto diversa, almeno in principio, da quella che induce X ad *acquisire il controllo* di Y (un controllo che anzi spesso prelude, in quanto strumentale, ad un'incorporazione).

Si noti, anzi, che, persino nella prospettiva del cd. annacquamento del capitale, se è vero che fra una fusione per incorporazione e un acquisto del controllo totalitario (come nel caso che occupa) v'è sostanziale identità di effetti, fra un'incorporazione e qualsiasi altra ipotesi di acquisto del controllo (non totalitario, cioè), l'effetto, nel secondo caso, risulterebbe addirittura più attenuato.

Costituirebbe quindi una lampante ed ingiustificata disparità di trattamento, come tale costituzionalmente illegittima *ex art. 3 Cost.*, quella di ammettere che mentre X può senz'altro incorporare Y, che detenga più del 10 per cento delle azioni di X, la medesima X non potrebbe invece acquistare il 100 per cento (ed anzi neppure un'inferiore partecipazione di controllo!) delle azioni di Y.

Se poi ci si chiedesse perché mai è solo la prima ipotesi ad essere prevista, e non la seconda, la risposta, presto detta, non contraddirebbe quanto affermato: mentre l'incorporazione, per il noto effetto di confusione dei patrimoni, determina l'ingresso nel patrimonio dell'incorporante delle proprie azioni, ed allora in questo senso un vero e proprio "acquisto di azioni proprie", l'acquisto del controllo di una società che detenga azioni dell'acquirente non costituisce – come ormai più volte detto – un vero e proprio acquisto avente ad oggetto azioni proprie. Sicché tale ipotesi, così come non viene contemplata dalla "normale" disciplina degli acquisti di azioni proprie, non lo è neppure da quella relativa ai "casi speciali" di acquisto di azioni proprie.

Resta il fatto, comunque, che le due fattispecie producono effetti sostanzialmente identici (ed anzi la seconda, come visto, tendenzialmente più tenui della prima).

Ed entrambe, quindi, devono ritenersi *pienamente legittime* (provocando poi l'applicazione – non a caso identica, secondo quanto esposto – della disciplina del possesso eccedente i limiti consentiti: alienazione o dismissione dell'eccedenza entro tre anni).

UMBERTO MORERA, MAURIZIO SCIUTO

(13) E vedi infatti, in tal senso, F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, cit., p. 116.