



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN ECONOMIA E DIRITTO

TESI DI LAUREA

"Le azioni proprie nella fusione: il caso COFIDE – CIR"

RELATORE:

CH.MO PROF. Fabrizio Cerbioni

LAUREANDA: Giorgia Daniel

MATRICOLA N. 1207210

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

The candidate declares that the present work is original and has not already been submitted, totally or in part, for the purposes of attaining an academic degree in other Italian or foreign universities. The candidate also declares that all the materials used during the preparation of the thesis have been explicitly indicated in the text and in the section "Bibliographical references" and that any textual citations can be identified through an explicit reference to the original publication.

Firma dello studente

Alla mia famiglia

SOMMARIO

INTRODUZIONE.....	9
CAPITOLO PRIMO.....	11
1. LE MOTIVAZIONI ALLA BASE DELL'ACQUISTO DI AZIONI PROPRIE	11
1.1 <i>Le ragioni finanziarie dell'acquisto di azioni proprie.....</i>	<i>11</i>
1.2 <i>Il buy-back come alternativa alla distribuzione dei dividendi.....</i>	<i>13</i>
1.3 <i>Le azioni proprie e i piani di incentivazione.....</i>	<i>15</i>
1.4 <i>Le azioni proprie come difesa da scalate ostili.....</i>	<i>16</i>
1.5 <i>Le azioni proprie e le operazioni straordinarie.....</i>	<i>16</i>
1.6 <i>Le azioni proprie e gruppi aziendali.....</i>	<i>18</i>
2. L'ACQUISTO DI AZIONI PROPRIE E LA CORPORATE GOVERNANCE	19
3. L'ACQUISTO DI AZIONI PROPRIE E LA TUTELA DEL CAPITALE SOCIALE	20
3.1 <i>le Società a responsabilità limitata.....</i>	<i>24</i>
4. CONDIZIONI E LIMITI ALL'ACQUISTO DI AZIONI PROPRIE	25
4.1 <i>L'autorizzazione assembleare.....</i>	<i>25</i>
4.2 <i>Il limite massimo di azioni acquistabili</i>	<i>28</i>
4.3 <i>Il vincolo degli utili distribuibili e delle riserve disponibili</i>	<i>29</i>
4.4 <i>Il divieto di acquisto di azioni non interamente liberate</i>	<i>29</i>
5. LE AZIONI PROPRIE NEL BILANCIO D'ESERCIZIO	30
6. DEROGHE ALLE CONDIZIONI PREVISTE PER L'ACQUISTO DI AZIONI PROPRIE E LA FUSIONE	32
CAPITOLO SECONDO.....	33
1. LA DISCIPLINA DELLE AZIONI PROPRIE NELLA FUSIONE	33
2. L'EVOLUZIONE STORICA DELLA DISCIPLINA	35
2.1 <i>Trattamento delle azioni proprie prima delle Direttive Comunitarie.....</i>	<i>35</i>
2.2 <i>L'introduzione delle Direttive comunitarie in materia societaria</i>	<i>36</i>
3. LA <i>RATIO</i> DEL DIVIETO DI ASSEGNAZIONE DI AZIONI PROPRIE NELLA FUSIONE EX ART. 2504-TER	39
4. LA FATTISPECIE DELL'ART. 2504-TER	40
4.1 <i>Il divieto nei casi di possesso incrociato e di possesso a cascata di azioni proprie</i>	<i>41</i>
4.2 <i>Il divieto e le azioni già proprie della società incorporante.....</i>	<i>43</i>
4.3 <i>Il divieto nel caso di possesso di azioni proprie mediante interposta persona</i>	<i>43</i>
5. IL DIVIETO DI ASSEGNAZIONE DI QUOTE	44
6. IL RAPPORTO DI CONCAMBIO E GLI ASPETTI CONTABILI NELLA FUSIONE.....	45

6.1 <i>Il rapporto di concambio e il divieto di assegnazione di azioni proprie</i>	48
7. LE CONSEGUENZE DEL DIVIETO	52
8. LE AZIONI PROPRIE NELLA FUSIONE INVERSA	53
8.1 <i>Le deroghe alle limitazioni dell'art. 2357 c.c. in caso di fusione inversa</i>	55
8.2 <i>Le diverse modalità di attuazione della fusione inversa</i>	57
8.3 <i>La contabilizzazione delle azioni proprie nella fusione inversa</i>	57
9. LE AZIONI PROPRIE NEL BILANCIO CONSOLIDATO	59
9.1 <i>L'acquisto di azioni o quote da parte della controllata</i>	59
9.2 <i>Le azioni proprie e il possesso reciproco di azioni</i>	60
CAPITOLO TERZO	63
1. IL PROFILO DEL GRUPPO	63
2. IL PIANO DI RIACQUISTO DI AZIONI PROPRIE	66
3. LA FUSIONE TRA COFIDE E CIR	73
3.1 <i>Le motivazioni</i>	74
3.2 <i>La valutazione e il rapporto di cambio</i>	75
3.3 <i>Situazione del gruppo post-fusione</i>	80
4. CONSIDERAZIONI SUL CASO	81
CONCLUSIONI	85
BIBLIOGRAFIA	87
RIFERIMENTI NORMATIVI	91
SITOGRAFIA	91

INTRODUZIONE

Il presente elaborato nasce con l'intento di offrire una visione chiara del tema dell'acquisto delle azioni proprie nell'ambito di una fusione, mettendo in evidenza il ruolo che lo strumento del *buy-back* può avere nell'economia di un'impresa.

Il possesso di azioni proprie da parte della società emittente vede coinvolti una molteplicità di interessi che il legislatore, negli anni si è prodigato nel tutelare. In questa operazione l'interesse dei soci e dei terzi creditori all'effettività del capitale è di certo fondamentale, ma al contempo esistono interessi di altra natura che devono essere tutelati, ad esempio, l'interesse del mercato finanziario alla regolare formazione delle quotazioni dei titoli e l'interesse dell'attuazione di corretti meccanismi di *corporate governance*.

Alla luce delle molteplici parti coinvolte e dell'inevitabile rischio di abusi che questa operazione potrebbe nascondere, il legislatore ha previsto alcuni limiti e condizioni all'acquisto di proprie azioni. L'individuazione delle ragioni sottese a queste cautele è il punto di partenza per comprendere l'analisi del ruolo delle azioni proprie nella fusione oggetto della presente tesi. Di fatti, il trattamento di queste operazioni straordinarie deve tener conto: da una parte, della faticosa giustificazione del concetto di "possesso di sé stessi" che porta inevitabilmente a comprimere il ruolo delle azioni proprie e, dall'altra, il carattere di meritevolezza di tale acquisto.

Per tale ragione, il presente elaborato è suddiviso in tre capitoli, riguardanti rispettivamente l'acquisto di azioni proprie, la fusione in presenza di azioni proprie e, infine, un caso riguardante un'operazione di fusione successiva ad un importante piano di *buy-back*.

Nel primo capitolo viene introdotta l'operazione di acquisto di azioni proprie, partendo dalle motivazioni che muovono una società a procedere a tale operazione, successivamente verranno esposte le principali implicazioni che l'acquisto genera sulla *corporate governance* e sull'effettività del capitale. Una volta esposti i principali motivi alla base del *buy-back* e le conseguenti problematiche viene posta l'attenzione sulle risposte del legislatore a queste esigenze esponendo quindi il trattamento nella disciplina attuale.

Il secondo capitolo tratta del ruolo delle azioni proprie nell'operazione di fusione e, perciò, viene presentata la disciplina delle azioni proprie nella fusione, in particolare, ripercorrendo le tappe dell'evoluzione della disciplina italiana che spesso partono dall'emanazione di direttive a livello europeo. Successivamente si cerca di dare un quadro completo sulle ragioni che hanno portato il legislatore a stabilire il divieto di assegnazione delle azioni proprie in luogo di operazioni di fusione. Chiariti gli aspetti riguardanti l'evoluzione normativa e la *ratio* del divieto, verrà analizzato uno degli aspetti cruciali nell'operazione di fusione, ovvero il rapporto di concambio in presenza di azioni

proprie. Infine, l'ultima parte di questo capitolo verrà dedicata a confrontare il trattamento contabile delle azioni proprie nella fusione con altre situazioni particolari, quali la fusione inversa e la redazione del bilancio consolidato.

Nel terzo ed ultimo capitolo verrà presentato il caso studio riguardante la fusione per incorporazione di COFIDE – Gruppo De Benedetti S.p.A. e CIR S.p.A. – Compagnie Industriali Riunite, in cui la seconda era controllata dalla prima. Analizzando il caso, si potranno mettere in luce gli aspetti riguardanti l'acquisto di azioni proprie effettuato da entrambe le società e capire che ruolo hanno giocato nell'operazione di fusione alla luce del loro trattamento contabile.

CAPITOLO PRIMO

Nel presente capitolo vengono esposte le ragioni che spingono una società a procedere all'acquisto di azioni proprie che possono essere molteplici e piuttosto variegata tra loro. Chiariti questi aspetti preliminari, si può facilmente comprendere la molteplicità di interessi coinvolti in questa particolare operazione. Un tempo l'ordinamento affrontava unicamente la tutela dell'effettività del capitale nell'interesse dei soci e dei terzi creditori; oggi, la disciplina si è evoluta in questo senso dando maggiore attenzione ad interessi di altra natura, ovvero quello del mercato finanziario relativo alla regolare formazione dei prezzi azionari e della corporate governance.

Successivamente viene esposta la disciplina attuale delle azioni proprie che ha stabilito una serie di condizioni e di limitazioni a tale operazione e, infine, viene spiegato il trattamento contabile che le azioni proprie hanno all'interno del bilancio.

1. Le motivazioni alla base dell'acquisto di azioni proprie

Le dimensioni del fenomeno dell'acquisto di azioni proprie sono in continua crescita e questo denota da un lato, che l'istituto soddisfa interessi rilevanti e diffusi, e dall'altro, uno sviluppo sempre più marcato del mercato finanziario e di quel suo "soggetto protagonista"¹ ovvero la società per azioni. Tuttavia, l'acquisto di azioni proprie (c.d. *buy-back* oppure *share repurchase*) rappresenta una possibile azione attuata dal management difficilmente riconducibile ad una chiara ed univoca strategia². Nella prassi tale operazione può trovare spiegazione in una varietà di motivi riconducibili a ragioni di "mercato", ragioni di equilibrio finanziario aziendale o di incentivazione della produttività. Altre volte invece l'acquisto di azioni proprie è un valido strumento per il perseguimento di scopi che non sempre vengono dichiarati apertamente dal management come, ad esempio, per il consolidamento del controllo di una società a difesa di una scalata ostile oppure per l'alterazione delle maggioranze o l'imitazione dei concorrenti³.

1.1 Le ragioni finanziarie dell'acquisto di azioni proprie

Quanto alle finalità di "mercato", ci si riferisce alle situazioni che interessano il valore delle azioni, legate quindi ai rapporti di domanda e offerta⁴. In quest'ottica, l'acquisto di azioni proprie agisce direttamente sulla negoziabilità del titolo sociale a sostegno della quotazione del titolo stesso

¹ Come indica CARBONETTI, "L'acquisto di azioni proprie", Milano, Giuffrè Editore, 1988, già all'ora e, successivamente affermato da DE LUCA, "La società azionista e il mercato dei propri titoli", Torino, G. Giappichelli Editore, 2010.

² AVALLONE, "L'acquisto di azioni proprie – Teoria e pratica a confronto", Torino, G. Giappichelli Editore, 2013.

³ Come afferma DE LUCA, in "La società azionista e il mercato dei propri titoli", cit.

⁴ LIZZA, "L'acquisto di azioni proprie nell'economia di impresa", Varese, Giuffrè Editore, 1983.

incrementandone il valore con l'aumento della domanda delle azioni, oppure creando una corrente di scambi che prima non c'era. Nonostante molti studi evidenzino come il semplice annuncio di riacquisto di azioni proprie generi necessariamente una variazione del prezzo delle azioni della società emittente, le motivazioni alla base di tale impatto nel mercato finanziario non sempre sono condivise in letteratura. Una prima teoria afferma che l'acquisto di azioni proprie provoca un aumento del prezzo delle azioni stesse, in quanto il mercato deduce che il management considera la quotazione di mercato non in linea con le aspettative di reddito future; viene quindi sfruttata la naturale esistenza dell'asimmetria informativa tra il management della società ed il mercato⁵.

In altre parole, qualora gli amministratori reputino il prezzo del titolo troppo basso, in relazione alle maggiori informazioni di cui dispongono, segnalano al mercato la sottovalutazione annunciando l'intenzione di procedere al *buy-back*. Il mercato, recependo l'informazione, dovrebbe allora reagire apprezzando il valore del titolo⁶.

Alla luce di quanto detto c'è il rischio che emerga un comportamento manipolatorio da parte dei manager che potrebbero influenzare il mercato con “falsi” segnali. Tuttavia, l'evidenza empirica mostra come questo comportamento scorretto venga punito dal mercato nel medio-lungo periodo, nonostante un primo rialzo del titolo⁷.

Una seconda spiegazione dell'influenza del *buy-back* sul prezzo azionario è riscontrabile nel potenziale aumento dell'utile distribuito per azione in ragione della circolazione di un numero inferiore di azioni post-operazione, a parità di risultato economico conseguito⁸.

Certo è che, per svolgere questa funzione segnaletica sul mercato azionario, il segnale deve essere valutato come credibile da parte degli operatori; proprio attorno a tale aspetto ruota tutta la *signalling theory*⁹ e, inevitabilmente, il ragionamento deve essere adattato alle operazioni di *buy-back*¹⁰.

Un altro elemento da considerare è che nel momento in cui la società opti per il riacquisto delle azioni proprie, questo implica una modifica della leva finanziaria, ovvero il rapporto tra il capitale di debito e il capitale di rischio, nonché il costo del capitale per il finanziamento dell'impresa¹¹.

Le imprese si indebitano fino a raggiungere un rapporto ottimale di debito-mezzi propri, determinato dagli effetti contrapposti delle tasse e del rischio¹². Di fatti, secondo il modello elaborato da

⁵ CARBONETTI, “L'acquisto di azioni proprie”, *cit.*

⁶ DE LUCA, “La società azionista e il mercato dei propri titoli”, *cit.*

⁷ Si veda AVALLONE, “L'acquisto di azioni proprie – Teoria e pratica a confronto”, *cit.*

⁸ Come evidenziato da KESWANI, YANG, YOUNG, in “Do share buybacks provide price support? Evidence from mandatory non-trading period” in *Journal of Business Finance and Accounting*, 2007, pp. 840-860.

⁹ Come ricordano ASQUITH, e MULLINS, “Signalling with dividends, stock repurchases, and equity issues” in *Financial management*, 1986, vol. XV, n. 3.

¹⁰ AVALLONE, “L'acquisto di azioni proprie – Teoria e pratica a confronto”, *cit.*

¹¹ HAMILTON, “Corporation Finance”, *cit.*, 486: “leverage is obtained whenever an investor finances an investment with debt”.

¹² POZZO, “L'acquisto di azioni proprie – La storia di un problema in un'analisi di diritto comparato”, 2003, *cit.* 88.

Modigliani & Miller¹³, le imprese che ricorrono all'indebitamento otterranno un aumento del valore dei propri titoli in ragione della riduzione dei propri costi fiscali connessi al debito stesso¹⁴. Seguendo questa impostazione, dunque, le imprese tenderanno alla minimizzazione degli utili tassabili optando per il finanziamento mediante debito. Dall'altro lato, però è necessario che l'impresa si imponga dei limiti prudenziali in quanto, se la leva finanziaria dovesse aumentare significativamente in ragione di un incremento del capitale di debito sul capitale di rischio, entrambi i finanziatori (creditori ed azionisti) richiederanno alla società un interesse maggiore per compensare il rischio di insolvenza.

1.2 Il buy-back come alternativa alla distribuzione dei dividendi

L'obiettivo principale della politica dei dividendi è la massimizzazione del valore dell'impresa; in quest'ottica il management vorrà raggiungere la struttura finanziaria ottimale al fine di attirare il maggior numero di investitori. La distribuzione di dividendi o la realizzazione di un piano di *buy-back*, diversamente dalle operazioni di *reverse splitting* o di *stock splitting*, generano un impatto sulle risorse finanziarie di una società e, per questo, il management deve preferire la soluzione migliore tra le due.

Per comprendere la rilevanza della politica dei dividendi bisogna partire dall'assunto che il mercato dei capitali è un mercato imperfetto, come ritenuto da Modigliani & Miller, è per tale ragione il management deve considerare una serie di effetti che l'acquisto di azioni proprie determina sulle aspettative degli operatori di mercato. Ad esempio, un aumento del dividendo atteso genera un apprezzamento del titolo stesso e viceversa; una diversa tassazione sul dividendo rispetto al *capital gain* induce l'azionista ad intraprendere l'operazione ad esso più conveniente; ed infine, come già esposto l'annuncio di un piano di *share repurchase* è un modo utilizzabile dal management per sostenere il prezzo delle azioni in quanto ritenute sottovalutate dal mercato stesso. Quanto finora esposto, però, non significa che la scelta del management sull'effettuare o meno un piano di riacquisto di azioni proprie deve considerare esclusivamente la possibilità di generare un plusvalore dall'operazione. Di fatti, i manager dovrebbero considerare il buy-back in un'ottica di riduzione di giacenze di liquidità in eccesso e altrimenti inoperative oppure in un'ottica di impiego di mezzi monetari relativi ad una parte di utili alternativo alla distribuzione agli azionisti¹⁵.

Le ragioni alla base della convenienza dell'acquisto di azioni proprie sono riconducibili alla flessibilità dell'annuncio (che non essendo un elemento vincolante, non sempre viene portato a termine dal

¹³ MODIGLIANI, MILLER "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment" in "The American Economic Review", 1958, 48, 3, pp. 261-297.

¹⁴ Tale affermazione è valida in presenza di tassazione e deducibilità degli interessi passivi sul debito.

¹⁵ AVALLONE, "L'acquisto di azioni proprie – Teoria e pratica a confronto", op. cit.

management¹⁶), al vantaggio fiscale (sia della società, sia dell'azionista) e le conseguenze sulla quotazione del titolo (che come visto sono positive).

Per quanto riguarda l'aspetto puramente fiscale di tale operazione, è opportuno discernere il vantaggio della società dal vantaggio dell'azionista. Quanto alla convenienza dell'operazione dal punto di vista della società, la questione interessa unicamente la scelta tra la distribuzione di dividendi e l'eventuale alternativa di riacquisto di azioni proprie sul mercato; quest'ultima ipotesi necessita di un impiego di liquidità in eccesso e, soprattutto di un aumento del livello di indebitamento¹⁷ beneficiando, in primo luogo, dell'abbattimento del reddito imponibile in ragione dell'aumento, *ceteris paribus*, degli interessi passivi e, in secondo luogo, della posticipazione dell'eventuale *capital gain* sulle azioni. Senza indagare ulteriormente questa tematica, ciò che risulta chiaro è come il valore attuale del debito fiscale che si avrebbe nella seconda ipotesi, ovvero di riacquisto di azioni proprie, crea un evidente vantaggio per la società, rispetto all'ipotesi di erogazione di dividendi. Considerando, invece, la questione dal lato dell'azionista beneficiario, è necessario sottolineare come taluni Paesi riconoscano una differente imposizione su *capital gain* e dividendi, privilegiando talvolta i dividendi, talaltra privilegiando i guadagni ottenuti dalla cessione delle azioni¹⁸.

In ogni modo, indipendentemente dalla normativa di riferimento, è chiaro come sia possibile generare diversi valori attuali dei debiti fiscali e, di conseguenza, diversi incentivi a vantaggio di una delle due operazioni appena descritte, per distribuire parte della liquidità aziendale¹⁹.

In quest'ottica, l'acquisto di azioni proprie può risultare un interessante strumento per la distribuzione di flussi di cassa straordinari riuscendo, talvolta, a garantire vantaggi fiscali sia alla società sia all'azionista, anche se esclusivamente destinati ai soli azionisti che abbiano ritenuto vantaggioso prendere parte all'offerta di riacquisto da parte della società, cedendo tutto o in parte il proprio pacchetto azionario. Chiaro è che gli azionisti che partecipano all'operazione beneficeranno esclusivamente del vantaggio relativo al prezzo di acquisto pattuito scontato delle imposte sul *capital gain* creato. Dall'altro lato, però, i restanti azionisti, anche se non registreranno un immediato beneficio dall'operazione, otterranno una convenienza indiretta per tutto l'arco temporale in cui la società deterrà le azioni proprie in quanto godranno di maggiori dividendi (in ragione della diminuzione del numero di azioni in circolazione), ipotizzando il mantenimento costante del reddito complessivamente distribuito²⁰.

¹⁶ POZZO, "L'acquisto di azioni proprie – la storia di un problema in un'analisi di diritto comparato", *op. cit.*

¹⁷ Questo è possibile solo in caso di un'adeguata *debt capacity*.

¹⁸ AVALLONE, "L'acquisto di azioni proprie – Teoria e pratica a confronto", *op. cit.*

¹⁹ Di fatti, molti studi hanno dimostrato una relazione diretta tra l'ammontare di azioni proprie riacquistate dalla società e l'entità dei benefici connessi al *capital gain*.

²⁰ AVALLONE, "L'acquisto di azioni proprie – Teoria e pratica a confronto", *op. cit.*

Tendenzialmente le imprese che si trovano in una fase di crescita iniziale del loro ciclo di vita preferiscono l'acquisto di azioni proprie rispetto alla distribuzione di dividendi perché in questo modo riescono a conservare un certo grado di flessibilità utile per fronteggiare eventuali fabbisogni futuri o cogliere eventuali possibilità di investimento inattese.

1.3 Le azioni proprie e i piani di incentivazione

Le azioni proprie in alcuni casi vengono utilizzate per finalità diverse da quelle di tipo finanziario. Infatti, l'acquisto di azioni proprie può essere un'operazione preordinata all'attuazione di "piani di incentivazione azionaria", per effetto dei quali il dipendente riceve un certo quantitativo di azioni della società stessa con lo scopo di incentivare ed aumentare il grado di coinvolgimento (tipicamente del *management*) negli obiettivi aziendali²¹.

I piani di incentivazione azionaria più comuni sono *stock option*, *stock grant*, *stock repurchase* e, indipendentemente dalla scelta della tipologia di piano, le società puntano al coinvolgimento dei dipendenti nell'azionariato della società stessa; motivare e spingere il management al raggiungimento degli obiettivi integrando la loro retribuzione in base alle loro prestazioni; e attrarre e fidelizzare i collaboratori.

I "piani di incentivazione" rappresentano quindi un valido strumento, da un lato, per le piccole-medie aziende in fase di crescita perché rispondono all'esigenza di aumentare il grado di partecipazione dei dipendenti e mantenendo le proprie risorse finanziarie e, dall'altro, per *public-companies* che per ridurre i rischi dovuti alla separazione tra proprietà e controllo riescono a coinvolgere i dipendenti nell'azionariato della società stessa.

Qualora la società decida di assegnare dei piani di *stock option* deve valutare attentamente gli effetti che il piano potrebbe avere in termini di diluizione del capitale, se si procede all'emissione di nuove azioni, oppure all'onere che grava sulla società, se si ricorre all'acquisto di azioni proprie e successivamente alla loro cessione ai dipendenti. Nel primo caso (emissione di nuove azioni) è agevole comprendere che l'onere dell'operazione ricada sugli azionisti della società e, in particolare, sull'azionista di maggioranza in quanto potrebbe rischiare di perdere la maggioranza in conseguenza all'introduzione del piano di *stock option*²². Nel secondo caso (acquisto e cessione di azioni proprie), invece, l'onere dell'operazione grava sulla società che li ha emessi.

²¹ ZATTONI, "Corporate governance", Milano, Egea, 2015.

²² ZATTONI, "Corporate Governance", *op.cit.*

1.4 Le azioni proprie come difesa da scalate ostili

Talvolta una società, chiamata *rider*, è interessata all'acquisto di un'altra società, *target*, in ragione del maggior valore che le società potrebbero creare assieme rispetto al loro valore *stand alone*. Per questo motivo, l'acquirente potrebbe essere interessato ad offrire un prezzo per singola azione significativamente superiore al prezzo della quotazione di mercato.

Le OPA (offerte pubbliche di acquisto) vengono indirizzate direttamente agli azionisti della società e siccome “non richiedono la cooperazione degli amministratori nella società bersaglio”²³, potrebbero risultare un tentativo di acquisizione non gradita al *management* della società *target*, per tale motivo si parla di OPA ostile. I metodi che la società *target* può attuare al fine di evitare la concretizzazione della scalata ostile sono plurimi e riconducibili principalmente alle seguenti fattispecie: l'aumento di capitale, la conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie ed il *buy-back*.

In questo senso, l'acquisto di azioni proprie può risultare, da un lato, un valido strumento difensivo e preventivo in quanto mira ad ostacolare la possibilità che l'offerente “rastrelli” sul mercato un numero significativo di azioni della società *target*, riducendo in questo modo il flottante; dall'altro, può essere utile al management della società bersaglio per riacquistare il controllo della società successivamente all'acquisto da parte dello scalatore. Quest'ultima strategia, nota come *greenmail*²⁴, prevede che la società offra allo scalatore un prezzo più vantaggioso rispetto alle quotazioni del mercato, con lo scopo di incoraggiarlo alla vendita del pacchetto azionario precedentemente acquistato determinando la fine dell'OPA ostile. In questo modo la maggioranza e il management della società *target* beneficerebbero del fallimento della scalata a scapito delle minoranze che oltre alla possibilità di ottenere un beneficio dal prezzo pagato dallo scalatore (che di norma è superiore alla quotazione di mercato), subiscono l'impiego di risorse che la società deve far fronte per il riacquisto delle azioni che ragionevolmente è sensibilmente superiore a quello di mercato.

1.5 Le azioni proprie e le operazioni straordinarie

L'acquisto di azioni proprie talvolta può essere finalizzato alla realizzazione di alcune operazioni straordinarie riguardanti il cambiamento della compagine sociale come ad esempio l'uscita di un socio e il passaggio generazionale.

Quanto al primo caso, il recesso di un socio dalla società può avvenire al verificarsi delle cause di recesso previste *ex lege*²⁵ oppure indicate nello statuto delle società; è poi bene precisare che non è

²³ FERRARINI, G. “Le difese contro le O.P.A. ostili. Analisi economica e comparazione.” in *Rivista delle società*, 2000, pp. 737-791.

²⁴ KOSNIK, R. D. “Greenmail: a study of board performance in corporate governance” in “*Administrative Science Quarterly*”, 1987, pp. 163-185.

²⁵ Previste all'art. 2437 c.c.

possibile al socio liberarsi unilateralmente dal rapporto con la società. Tuttavia, è frequente che il socio che desidera uscire dal rapporto sociale in mancanza del verificarsi delle cause di recesso sopraindicate riesca a concretizzare il proprio intento accordandosi con gli altri soci della società.

In questo caso si parla comunemente di “recesso consensuale”²⁶ e può avvenire secondo diverse soluzioni e le principali sono: la riduzione del capitale sociale in misura pari alla quota del socio uscente, l’acquisto delle azioni del socio uscente da parte degli altri soci (specialmente nel caso in cui la società una S.p.A. non quotata) e l’acquisto delle azioni proprie da parte della società medesima.

La riduzione del capitale sociale non proporzionale e il successivo rimborso al socio uscente risulta essere una soluzione particolarmente laboriosa in quanto circondata da una molteplicità di cautele stabilite dall’art. 2445 c.c. ed inoltre, tale riduzione del capitale sociale potrebbe impattare significativamente sulla situazione economico-finanziaria (in ragione degli effetti economici derivanti dalla sottrazione del capitale dal processo produttivo) e sull’affidabilità creditizia che la società dimostrerebbe dopo suddetta operazione.

La seconda possibilità prospettata risulta essere particolarmente complicata qualora si tratti di società non quotate in quanto in questo caso si manifesta un evidente esigenza di colmare il vuoto dovuto alla mancanza del mercato nel quale poter liquidare la partecipazione. Chiaro che questa ipotesi non è sempre agevole, per il fatto che non è sempre detto che gli altri azionisti siano intenzionati ad impiegare le proprie risorse finanziarie per l’acquisto delle azioni del socio uscente.

L’acquisto di azioni proprie potrebbe risultare un ottimo strumento per evitare gli inconvenienti descritti e potrebbe attribuire alla società diversi vantaggi, più in particolare, l’operazione di *buy-back* comporta un esborso di liquidità da parte della società a favore del socio uscente, ma rappresenta un’operazione “reversibile” in quanto le azioni proprie in portafoglio possono essere rivendute successivamente.

Per quanto concerne il passaggio generazionale, l’acquisto di azioni proprie può essere uno strumento utile in grado di affrontare il passaggio generazionale assicurando la continuità aziendale in quanto permette di evitare che, a successione avvenuta, dalla movimentazione delle partecipazioni si verifichi un trasferimento fuori dai confini familiari di quote di minoranza o, addirittura, idonei a garantire il controllo della società a soggetti terzi²⁷.

Di fatti, il “ricambio generazionale” è un momento molto delicato della vita dell’impresa e sta coinvolgendo un numero sempre più crescente di imprese che mira a comprendere e gestire il passaggio imprenditoriale come una fase di crescita dell’impresa stessa, non solamente in termini

²⁶ Questa espressione risulta essere impropria in quanto il recesso è per definizione unilaterale e non consensuale.

²⁷ DELL’ATTI, “*Il passaggio generazionale nelle imprese familiari*”, Bari, Cacucci Editore, 2007.

economici ma anche dal punto di vista del patrimonio conoscitivo aziendale, rilanciando e rivitalizzando le strategie di breve e lungo periodo. Data l'importanza del fenomeno è necessario affrontarlo con gli strumenti adeguati al fine di incontrare i diversi interessi delle parti coinvolte per la tutela dell'impresa.

In quest'ottica, l'operazione di acquisto di azioni proprie della società assicura, da un lato, all'imprenditore che, con la cessione del suo pacchetto azionario alla società, quest'ultimo venga attribuito agli eredi designati; dall'altro, ai soci che decidono di partecipare al *buy-back* di monetizzare il proprio investimento.

Una volta attuato il riacquisto di azioni proprie, l'impresa familiare assegna il diritto agli utili che da scaturiscono dalle azioni stesse ai soci-eredi che hanno conservato il proprio vincolo partecipativo ed in proporzione alle azioni possedute, mentre il diritto di voto viene sospeso.

In questo modo l'impresa, tramite l'impiego di risorse finanziarie proprie, ha l'opportunità di conservare al proprio interno i titoli sociali, prevedendo il rischio di ingresso nella propria compagine societaria soggetti terzi che potrebbero non condividere la cultura aziendale, i valori e la *vision* (c.d. principi guida²⁸) che potrebbero minare l'armonia e le linee di indirizzo aziendali.

L'acquisto di azioni proprie, quindi, risulta essere uno strumento valido per risolvere il problema della frammentazione della compagine societaria, garantendo continuità e solidità nel tempo senza la presenza di interferenze con estranei alla famiglia.

1.6 Le azioni proprie e gruppi aziendali

Un'altra motivazione all'origine dell'acquisto di azioni proprie è quella di poter disporre di azioni da poter scambiare con una partecipazione in un'altra società ed è molto utilizzata in quanto permette l'acquisizione di altre società tramite lo scambio di azioni.

Normalmente questa operazione richiede diverso tempo ed inizia con l'acquisto di azioni proprie nelle prime fasi dell'attività aziendale, quando il valore delle azioni è prossimo a quello nominale e viene conclusa quando il valore delle azioni è cresciuto in rapporto allo sviluppo aziendale, mediante scambio con azioni dei soci di maggioranza della società che si vuole acquisire, raggiungendo in questo modo il controllo di diritto²⁹.

L'operazione di scambio tra partecipazioni ha diversi vantaggi fra i quali l'assenza di mezzi finanziari, infatti è anche chiamata "*acquisizione carta contro carta*" ed inoltre è neutra dal punto di vista fiscale (ex art. 177, comma 1, del TUIR).

²⁸ Per ulteriori approfondimenti sul tema: Shein, "*Organizational culture and leadership*", Jossey-Bass Publishers, California, 1985, p. 9.

²⁹ TARTAGLIA, "*Azioni proprie – share buy back*", Roma, ARACNE Editrice, 2010.

Molto spesso, il *buy-back* è legato ad un progetto di alleanze e *partnership* con altre società tramite uno scambio di partecipazioni per sottolineare in senso concreto l'impegno in uno scopo comune che può riguardare qualsiasi fase dell'attività aziendale (fase di ricerca e sviluppo, quella produttiva o quella commerciale).

Nel caso in cui l'acquisto di azioni proprie può coinvolgere società appartenenti al medesimo gruppo societario, questo potrebbe dare luogo a partecipazioni reciproche o incrociate che possono rappresentare uno strumento piuttosto rischioso per falsare il patrimonio oppure alterare i rapporti di maggioranza e di minoranza³⁰. Questa situazione di "incrocio azionario" potrebbe assumere aspetti alquanto pericolosi quando le società interessate siano quotate o intercorra un rapporto di controllo. Infatti, nel caso di un rapporto di controllo tra le società oltre al rischio di annacquamento del patrimonio si aggiunge la possibilità che la società controllante possa creare una leva di potere al fine di aggirare il divieto imposto dal legislatore di acquisto diretto e di sottoscrizione di azioni proprie in quanto la società controllante esercita un'importante e non trascurabile influenza nella società controllante.

2. L'acquisto di azioni proprie e la corporate governance

L'acquisto delle azioni proprie può influire in modo significativo anche sugli assetti interni di *corporate governance*, trattandosi di un'operazione che comporta il trasferimento della proprietà di alcune azioni dagli azionisti alla stessa società emittente.

Infatti, uno dei maggiori rischi è sicuramente rappresentato dalla possibilità che gli amministratori possano esercitare, in aggiunta al loro potere gestorio, il diritto di voto delle azioni detenute dalla società e in tal modo "influenzando indebitamente"³¹ le decisioni dell'assemblea.

Il rischio è indipendente dal ruolo che in concreto gli amministratori svolgano, e cioè dalla circostanza che essi siano espressione di un gruppo di controllo ovvero rappresentano l'autonomo contropotere dei manager; in ambedue i casi, l'influenza sarebbe indebita, perché ottenuta con un esborso di fondi della società.

Per questa ragione, al fine di evitare che si verifichi questa problematica, il legislatore italiano ha esplicitamente stabilito la sospensione del diritto di voto per le azioni detenute dalla società.

Nonostante ciò, le azioni proprie creano indubbiamente degli effetti importanti sui rapporti interni alla società, infatti, potrebbe avvantaggiare l'azionista o il gruppo di controllo che fino al *buy-back* deteneva la maggioranza relativa. Vero è che per le azioni proprie acquistate dalla società vige la

³⁰ COLOMBO, "La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione" in *Rivista delle società*, 1978, pp. 1443-1485.

³¹ CARBONETTI, "L'acquisto di azioni proprie", cit. 39

regola della sospensione del diritto di voto, ma bisogna tener sempre conto che tali azioni vengono tolte dal mercato e per tale ragione potrebbero determinare nuovi equilibri sotto l'assetto proprietario³². Inoltre, l'acquisto di azioni proprie risulta essere un valido strumento per diminuire "l'impiego finanziario"³³ essenziale per il controllo della società; tale finalità molto spesso è raggiunta impiegando strumenti, piuttosto diffusi nella prassi, di emissioni di azioni proprie oppure sfruttando l'effetto leva tramite la creazione di *holding*.

Alla luce di questi aspetti riguardanti la *corporate governance* risulta necessario dare la medesima opportunità agli azionisti di vendere le proprie azioni alla società emittente e, al fine di evitare che alcuni azionisti possano in qualche modo essere privilegiati rispetto agli altri, i *manager* hanno l'obbligo di informare tutti gli azionisti sui particolari dell'operazione.

Seguendo questo principio di uguaglianza tra gli azionisti, il Testo Unico Finanziario (T.U.F.) e il Regolamento emittenti³⁴ hanno precisato che la società può provvedere al riacquisto di azioni proprie solo tramite acquisizioni c.d. di *open market* oppure a vere e proprie offerte pubbliche di acquisto; l'art 144-*bis* vieta espressamente "l'abbinamento diretto delle proposte di negoziazione in acquisto con predeterminate proposte di negoziazione in vendita" ovvero operazioni di acquisto tramite accordi privati o selettivi.

3. L'acquisto di azioni proprie e la tutela del capitale sociale

Quanto finora esposto mette in luce le motivazioni che spingono una società ad attuare un piano di riacquisto di azioni proprie, ma è necessario esaminare gli interessi e le tutele dei soggetti coinvolti nell'operazione.

Come scrive Carbonetti³⁵, "l'acquisto delle azioni sociali può essere necessario od opportuno", ma esso deve compiersi "senza reale pregiudizio degli interessi che la legge deve proteggere".

Di fatti, l'utilizzo di risorse finanziarie per l'acquisto di azioni proprie potrebbe rivelarsi un'operazione di *indebita distrazione* del capitale sociale che è l'unica garanzia che hanno i creditori societari, senza contare che queste operazioni potrebbero essere compiute dal management al solo scopo di sostenere il corso azionario influenzando il mercato con segnali ingannevoli.

Per tale ragione, il legislatore negli anni si è impegnato nel dare maggiore tutela agli interessi dei soggetti coinvolti (talvolta negativamente) ovvero: l'interesse dei soci e dei terzi creditori all'integrità

³² POZZO, "L'acquisto di azioni proprie, la storia di un problema in un'analisi di diritto comparato", *op.cit.*

³³ CARBONETTI, "L'acquisto di azioni proprie", *cit.*, p. 39.

³⁴ Regolamento di attuazione del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, concernente la disciplina degli emittenti e al Regolamento emittenti attuato con Delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, recentemente aggiornata alla Delibera 21359 del 13 maggio 2020.

³⁵ CARBONETTI, "L'acquisto di azioni proprie", *cit.*, p. 31.

del capitale sociale, l'interesse del mercato finanziario alla regolare formazione dei prezzi azionari e, infine, l'interesse dei soci ad una corretta corporate governance³⁶.

Procedendo per ordine, per quanto concerne l'integrità del capitale sociale, lo scopo principale della disciplina sarebbe quello di evitare che, con l'acquisto di azioni proprie, la società restituisca il capitale ai soci senza tenere conto delle norme dettate per la riduzione del capitale sociale.

Il motivo di questa preoccupazione risiede nel fatto che la società paga un "prezzo" per l'acquisto delle azioni proprie all'azionista; si tratta quindi di un'operazione tra la società ed uno o più suoi soci³⁷ da cui deriva sostanzialmente un riscatto della partecipazione del socio e per tale ragione questo tema viene trattato in modo singolare.

Di fatti, per il venditore è del tutto indifferente se l'acquirente delle proprie azioni risulti essere la società stessa o qualsiasi altro soggetto, in quanto il suo principale interesse è il rendimento connesso all'operazione. Invece, la società acquirente non è del tutto indifferente all'acquisto, infatti, il titolo viene acquistato non in ragione del "riscatto" dell'azione stessa, ma in ragione della capacità di rappresentare la partecipazione. Alcuni autori ritengono che queste considerazioni riguardino esclusivamente le ragioni del *buy-back*, ma ciò che rileva è l'oggettiva idoneità dell'operazione a realizzare un rimborso del capitale. In questi termini, per dare luogo ad un rimborso del capitale è sufficiente che si verifichi una distribuzione ai soci in grado di far diminuire l'attivo al di sotto dell'ammontare della somma delle passività e del capitale sociale³⁸. Analizzando l'operazione e come anticipato nel paragrafo precedente, il riacquisto di azioni proprie comportava l'impiego di risorse finanziarie da parte della società e contemporaneamente implicava la loro iscrizione nell'attivo patrimoniale seguendo il classico schema di una qualsiasi operazione di investimento, fino a qualche anno fa. In ogni caso, non si tratta in effetti di un impiego irreversibile di risorse finanziarie, in quanto le medesime azioni possono essere utilizzate per eventuali ulteriori negoziazioni con lo scopo di ritrarne benefici per l'intera società³⁹.

Alla luce di ciò, nonostante l'operazione possa essere commutata in altre operazioni senza particolari difficoltà, il tema rilevante è capire se si necessiti di particolari meccanismi a tutela del capitale sociale e, più in particolare, se le azioni proprie debbano fungere da copertura al capitale stesso.

In realtà, l'esclusione delle azioni proprie dall'iscrizione nell'attivo patrimoniale è da ricondursi nel solo caso in cui il bilancio venga redatto in un'ottica di liquidazione in quanto le azioni non avrebbero nessun valore e perciò la loro iscrizione nel bilancio risulterebbe insignificante. Infatti, la loro inclusione nell'attivo del bilancio d'esercizio andrebbe a sopravvalutare il patrimonio della società

³⁶ Suddivisione proposta da CARBONETTI, "L'acquisto di azioni proprie", *cit.*, p. 32.

³⁷ SCOTTI CAMUZZI, "Acquisto delle proprie azioni, utile e utile d'esercizio" in *Rivista delle Società*, 1973, 1 e ss.

³⁸ CARBONETTI, "L'acquisto di azioni proprie", *cit.*

³⁹ LIZZA, "L'acquisto di azioni proprie nell'economia di impresa", *op. cit.*

stessa. Questo risulta essere l'unico caso in cui le azioni proprie rappresentano dei "pezzi di carta"⁴⁰ ovvero titoli privi di valore. Tralasciando la prospettiva di liquidazione dove gli elementi dell'attivo e del passivo sono valutati allo scopo di determinare il capitale di liquidazione, il bilancio è redatto in ottica di funzionamento di impresa e in questa prospettiva le valutazioni mirano alla quantificazione del reddito di esercizio⁴¹.

Il legislatore italiano che si è quindi trovato dinanzi alla necessità, da un lato, di iscrivere le azioni proprie all'interno dell'attivo patrimoniale mentre, dall'altro di evitare che questi beni fungano da copertura del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve non disponibili, ha optato per la scelta di istituire al momento dell'acquisto una riserva indisponibile di pari importo al valore delle azioni proprie⁴². In quest'ottica le azioni proprie fino al 2015⁴³ venivano "confinare nella zona del bilancio propria dell'utile e delle riserve facoltative"⁴⁴.

In dottrina, prima della modifica del legislatore intervenuta nel 2015, si è molto discusso sulla natura di questa *riserva per le azioni proprie in portafoglio*, frutto del dibattito che ha visto contrapporsi due tesi circa la "causale" sul piano operativo dell'operazione di acquisto di azioni proprie.

C'è chi la riteneva essere una forma di investimento della società emittente, trattandosi a tutti gli effetti di un acquisto di beni che hanno un proprio valore e per tale ragione idonei a partecipare alla formazione del patrimonio sociale; d'altro canto, alcuni sostenevano che fosse un'operazione equiparabile ad una forma di rimborso di risorse patrimoniali in quanto traducibile in una restituzione di una parte del patrimonio ai soci⁴⁵.

Dal suddetto dibattito ne conseguiva una divergente interpretazione circa il trattamento delle azioni proprie e della relativa riserva; infatti, per i sostenitori della prima tesi, tale riserva era da ritenersi una *riserva in senso tecnico* capace di contribuire alla quantificazione del patrimonio netto, mentre per i sostenitori della seconda, si trattava di una *posta rettificativa* del valore delle azioni proprie presenti nell'attivo.

In particolare, la prima tesi sosteneva che si dovessero considerare le azioni proprie come un elemento dell'attivo avente valore contabile attuale⁴⁶, in grado di contribuire alla quantificazione del patrimonio netto. Seguendo quest'impostazione, l'esborso fatto dalla società a fronte del trasferimento della proprietà delle azioni doveva essere qualificato come prezzo in senso tecnico e

⁴⁰ SANTOSUOSSO, "Le azioni proprie nell'economia dell'impresa", Milano, Giuffrè Editore, 2004, p. 108.

⁴¹ SANTOSUOSSO, "Le azioni proprie nell'economia dell'impresa", *op.cit.*

⁴² CARBONETTI, "L'acquisto di azioni proprie", *cit.*

⁴³ Fino alla modifica dell'art. 2357-ter, comma 3, c.c., intervenuta con il D.Lgs. 18 agosto 2015, n. 139. Le disposizioni del D.Lgs. 139/2015 entrano in vigore dal 1° gennaio 2016.

⁴⁴ SIMONETTO, "I bilanci", 1972, Padova, Cedam, cit. 123, citato in CARBONETTI, "L'acquisto di azioni proprie", p. 35.

⁴⁵ ARDIZZONE, "Le azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie", in *Rivista delle Società*, 2008, pp. 1167-1178.

⁴⁶ ARDIZZONE, "Le azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie", *cit.*

quindi non si trattava di rimborso di capitale in quanto quest'ultimo rimane *integro ed immutato*⁴⁷ ex art. 2357 c.c., e nemmeno di distribuzione degli utili o riserve disponibili in quanto l'ordinamento si limitava a renderli indisponibili e perciò rimanevano nella società finché le azioni non venivano alienate oppure annullate; uniche condizioni alla cessazione del vincolo di indisponibilità. In questo modo quindi si evitava che le azioni proprie costituissero copertura del capitale e delle riserve indisponibili.

La seconda tesi, invece, sosteneva che le azioni proprie fossero prive di valore alcuno, e la posta al passivo avesse il solo scopo di spiegare l'avvenuto utilizzo di utili distribuibili e di riserve disponibili che, in ragione dell'operazione di *buy-back*, sarebbero stati rimborsati agli azionisti. In altre parole, il patrimonio sociale si sarebbe decurtato per l'ammontare del valore delle azioni acquistate e, in sostanza, la conseguente riserva era inidonea a far fronte a future perdite.

Delle due impostazioni era stata tentata una conciliazione sostenendo che la riserva rappresenta "una scrittura contabile prudenziale la cui istituzione prefigura lo scenario peggiore possibile, cioè quello in cui l'intero investimento consistente nell'acquisto delle azioni proprie venga perduto"⁴⁸. In questo modo la riserva era fungeva da copertura delle perdite che eventualmente si sarebbero verificate sul valore delle azioni stesse. Tuttavia, ad oggi si è optato per un altro tipo di soluzione, introdotta con l'intervento del legislatore nel 2015. Si riteneva, infatti, che la riserva "positiva" dovesse essere considerata una posta di rettifica dell'attivo avente la funzione di esporre in bilancio l'impiego di risorse utilizzate (ed eventualmente recuperabili) per l'acquisto di azioni proprie.

Era proprio questa prospettiva di eventualità del recupero dell'esborso effettuato per l'acquisto che convinceva che la natura della riserva azioni proprie fosse di posta rettificativa dell'attivo; invero, nel momento in cui la società ha in portafoglio le azioni proprie ha anche la possibilità di procedere all'annullamento o alla gratuita distribuzione ai soci⁴⁹.

Alla luce di ciò il legislatore nel 2015 è intervenuto modificando l'art. 2357-ter, comma 3, c.c., stabilendo che "l'acquisto di azioni proprie comporta una riduzione del patrimonio netto di eguale importo, tramite l'iscrizione nel passivo del bilancio di una specifica voce, con segno negativo".

Perciò a fronte di un acquisto di azioni proprie non dovrà più essere istituita una riserva positiva nel passivo dello stato patrimoniale (c.d. *riserva per le azioni proprie in portafoglio*) corrispondente alla contabilizzazione delle azioni proprie nell'attivo, ma avverrà l'iscrizione di una riserva negativa in patrimonio netto pari all'importo dell'acquisto delle azioni proprie corrispondente alla contabilizzazione in attivo dell'uscita di cassa.

⁴⁷ CARBONETTI, "L'acquisto di azioni proprie", cit. 37.

⁴⁸ DE ANGELIS, "Considerazioni sulla valutazione delle azioni proprie nel bilancio d'esercizio e sulla correlativa riserva", in *Giurisprudenza Commerciale*, 2002, I, pp. 48-64, cit. p. 62.

⁴⁹ Peraltro, questa è l'impostazione seguita dai principi contabili internazionali – IAS 32.

In altre parole, la differenza intervenuta con la modifica dell'art. 2357-ter, comma 3, c.c., sta nel fatto che prima la riserva positiva aveva una funzione rettificativa della contabilizzazione nell'attivo delle azioni proprie e il patrimonio netto rimaneva immutato, mentre adesso la riserva è negativa e perciò diminuisce il patrimonio netto della società.

Il trattamento contabile dell'acquisto di azioni proprie verrà esposto più nel dettaglio nel paragrafo successivo.

3.1 le Società a responsabilità limitata

Il discorso può essere approfondito osservando la disciplina delle società a responsabilità limitata. Per questa tipologia di società di capitali il legislatore ha imposto il divieto di acquisto delle partecipazioni proprie ex art. 2474 c.c. a tutela dell'integrità del capitale sociale.

Quanto alla motivazione che induce un così diverso trattamento tra le S.p.A. e le S.r.l. è tuttora un tema molto dibattuto in dottrina in quanto alcuni ritengono che la disciplina avrebbe dovuto essere identica⁵⁰.

Secondo un primo pensiero la *ratio legis* alla base del divieto è da giustificarsi con l'esigenza di evitare che gli amministratori possano effettuare operazioni fraudolente tramite il riacquisto di proprie partecipazioni. Altra parte della dottrina si concentra nella connotazione personalistica delle S.r.l. evidenziando che la rilevanza della persona del socio nelle società a responsabilità limitata non consente di ammettere una partecipazione propria, ovvero una partecipazione senza un reale socio.

Ma tali motivazioni non sembrano giustificare a pieno la scelta del legislatore di trattare in modo così diverso le operazioni sulle proprie partecipazioni tra la S.p.A. e la S.r.l.

Infatti, l'opinione dominante giustifica il divieto con l'inammissibilità, in caso di acquisto da parte della S.r.l. di una propria partecipazione, di un rapporto con sé stessa, in quanto verrebbe a crearsi un "rapporto giuridico unisoggettivo" non ammissibile. In questo modo, siccome la quota di una società a responsabilità limitata non può essere inclusa in un titolo di credito, la quota della S.r.l. si estinguerebbe per confusione in quanto si verificherebbe a capo nello stesso soggetto sia una posizione debitoria sia una creditoria⁵¹.

Da notare che nel 2012⁵² è stata introdotta una nuova disciplina per le start-up innovative costituite in forma di società a responsabilità limitata (c.d. S.r.l. PMI) che permette l'acquisto di quote proprie in deroga a quanto previsto dall'art. 2474 c.c. se compiuto in attuazione di piani di incentivazione a

⁵⁰ FERNANDEZ, "Le operazioni sulle proprie partecipazioni nella S.r.l.", in *Giurisprudenza Commerciale*, 2010, I, pp. 763-800, p. 765.

⁵¹ FERNANDEZ, "Le operazioni sulle proprie partecipazioni nella S.r.l.", *op. cit.*, p. 769.

⁵² Con l'introduzione del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, art. 26, comma 6.

beneficio dei dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo di amministrazione prestatori di opera e servizi anche professionali.

Tale previsione è stata stabilita in un'ottica di incentivazione alla fidelizzazione di questi soggetti verso la società stessa; per tale motivo si è ritenuto di escludere l'applicazione della normativa prevista per le società per azioni all'art. 2357 c.c. (che permette l'acquisto delle azioni proprie nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili) e dell'art. 2357-*bis* in materia di casi speciali di acquisto di azioni proprie⁵³. Alla fine di evitare che si possano creare fenomeni di “annacquamento del capitale sociale”, in dottrina si è ritenuto applicabile quanto contenuto nell'art. 2358 c.c., comma 6, limitando l'importo complessivo delle quote proprie acquistate e delle somme o delle garanzie prestate agli utili distribuibili e alle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato e imponendo la costituzione di una riserva indisponibile di pari ammontare⁵⁴.

4. Condizioni e limiti all'acquisto di azioni proprie

L'acquisto di azioni proprie è subordinato essenzialmente a quattro vincoli imposti dal legislatore che nei prossimi paragrafi verranno esaminati che sono:

- l'autorizzazione assembleare;
- il limite massimo di azioni acquistabili;
- il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili;
- il divieto di acquisto di azioni non interamente liberate.

4.1 L'autorizzazione assembleare

Il primo dei vincoli normativi riguarda l'autorizzazione dell'assemblea all'operazione di acquisto delle azioni proprie; in particolare è richiesto ex art. 2357, comma 2, c.c. che l'assemblea autorizzi l'operazione e ne fissi “le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore a diciotto mesi [...], il corrispettivo minimo e il corrispettivo massimo”, e il successivo art. 2357-*ter*, comma 1, c.c. stabilisce che la stessa autorizzazione all'acquisto disciplini anche le “operazioni successive di acquisto ed alienazione”.

È importante chiarire che normalmente tutte le decisioni riguardanti le operazioni di acquisto, alienazione e/o di assistenza finanziaria all'acquisto di partecipazioni da parte di una società è un'attività che rientra pienamente nella sfera delle competenze gestionali degli amministratori.

⁵³ Come evidenziato dallo Studio n. 101 del 2018 del Consiglio Nazionale del Notariato.

⁵⁴ MALTONI, “La S.r.l. start-up innovativa”, in *Le nuove Srl. Aspetti sistematici e soluzioni operative*, Quaderni della Fondazione del Notariato, 1/2014, 197.

Nel caso di acquisto di azioni proprie e in altri casi limitati⁵⁵, invece, il legislatore ha imposto che l'assemblea venga convocata per deliberare l'autorizzazione all'attuazione dell'operazione di *buy-back*. In questo senso, un'eventuale previsione statutaria che limitasse o addirittura escludesse completamente l'assemblea sarebbe nulla⁵⁶.

Innanzitutto, è da sottolineare che l'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie da parte dell'assemblea non vincola in alcun modo gli amministratori nell'intraprendere tale operazione; in altre parole, il via libera da parte dell'assemblea consente di procedere all'acquisto, ma non vincola l'organo amministrativo. Quest'ultimo, infatti, avendo l'obbligo di accertare che l'acquisto avvenga secondo le condizioni di legittimità previste dell'ordinamento, nell'ipotesi in cui l'assemblea deliberasse l'autorizzazione all'acquisto di azioni proprie mediante distribuzione di utili "fittizi", non dovrebbe dar luogo all'operazione.

Le motivazioni legate a questa speciale disposizione sull'acquisto di azioni proprie risiederebbero, in primo luogo, al fatto che sull'acquisto vige il vincolo di indisponibilità sugli utili distribuibili e le riserve disponibili per lo stesso ammontare del valore delle azioni proprie e poiché sulla decisione circa la destinazione degli utili e la formazione delle riserve è di competenza dell'assemblea, gli amministratori non possono disporre in questa materia. In secondo luogo, il possesso di azioni proprie della società, come anticipato nei paragrafi precedenti, modifica gli assetti proprietari e impatta sull'organizzazione aziendale in quanto vengono sospesi tutti i diritti relativi alle azioni stesse (compreso il diritto di voto) perciò l'assemblea risulta essere il luogo più appropriato per determinare l'effettiva convenienza. Infine, la previsione dell'autorizzazione assembleare è lo strumento più efficace al fine di mettere a conoscenza tutti i soci e il mercato rispetto all'operazione che potrebbe generare effetti significativi sulle quotazioni dei titoli, come precedentemente spiegato⁵⁷. La ratio di tale disposizione risiede nella volontà del legislatore di tutelare la società e i soci dal rischio di abusi da parte degli amministratori assumendo "posizione di potere mediante disposizione delle azioni proprie"⁵⁸.

Il legislatore ha previsto che l'assemblea competente sia quella ordinaria⁵⁹ ed è inoltre previsto che se l'acquisto o la disposizione delle azioni proprie sono privi della suddetta autorizzazione, gli atti non siano invalidi ma ricadano nella responsabilità degli amministratori. D'altronde, la mancanza

⁵⁵ Oltre al caso in esame, l'autorizzazione assembleare è necessaria quando l'assunzione di partecipazioni implica un sostanziale mutamento dell'oggetto sociale indicato nello statuto (ex art. 2361, comma 1, c.c.) e nel caso di "assunzione di partecipazioni in altre imprese" che comporti una "responsabilità illimitata per le obbligazioni delle medesime" (ex art. 2361, comma 2, c.c.).

⁵⁶ CARBONETTI, "Art. 2357 – Acquisto delle proprie azioni" in *Comm. d'Alessandro*, Vol. II, Padova, 2010.

⁵⁷ DE LUCA, "La società azionista e il mercato dei propri titoli", *cit.*

⁵⁸ Questo è uno dei profili evidenziati nella sentenza Cass., 1° aprile 1996, n. 3012, in *Foro.it.*, 1997, 1, 549.

⁵⁹ Si tratta di una delle competenze dell'assemblea ex art. 2364, comma 1, c.c.

dell'autorizzazione al compimento dell'operazione può essere sanata successivamente all'acquisto tramite una "ratifica assembleare"⁶⁰.

Quanto alle modalità e condizioni di cui all'art. 2357, comma 2, c.c., modificato con l'attuazione della II Direttiva Societaria, ci si riferisce sostanzialmente alle linee generali ovvero, l'ammontare di azioni proprie da acquistare, la durata dell'autorizzazione dell'assemblea ed infine il corrispettivo minimo e quello massimo.

Innanzitutto, c'è da chiedersi se l'autorizzazione assembleare possa avere un contenuto generico, rinviando così agli amministratori tutte le decisioni circa le modalità di acquisto o di disposizione delle azioni proprie. In questo senso, in dottrina si è condivisa l'opinione che la delibera di autorizzazione assembleare sia necessaria per l'acquisto di azioni proprie, ma si sono create due tesi contrapposte sul contenuto della delibera.

In dottrina, si è pervenuti alla conclusione che sia l'autorizzazione all'acquisto, sia la disposizione delle azioni proprie non possano in alcun modo essere "generiche" o addirittura "in bianco", evitando in questo modo di lasciare nelle mani degli amministratori un potere troppo discrezionale che in alcuni casi potrebbe ledere gli interessi dei soci.

Infatti, una parte maggioritaria della dottrina ritiene che l'autorizzazione e gli atti di disposizione delle azioni proprie siano esclusivamente di competenza assembleare perché hanno come intento principale la circoscrizione dei poteri degli amministratori per la tutela dell'interesse dei soci⁶¹.

D'altro canto, però c'è chi sostiene che quanto disciplinato dall'art. 2357, comma 2, c.c., possa essere un "ostacolo" ad accogliere la tesi secondo cui la delibera può essere formulata, "anziché in termini di autorizzazione, nella forma di disposizione vincolante"⁶² per gli amministratori al compimento dell'operazione di acquisto. Seguendo questa tesi quindi l'assemblea potrebbe rinviare agli amministratori il dovere di determinare le condizioni e modalità di acquisto.

Sempre nell'ottica di salvaguardia degli interessi dei soci, il legislatore sia europeo sia italiano ha stabilito che la durata dell'autorizzazione non possa essere indeterminata. Infatti, nell'ordinamento italiano la durata massima prevista dell'autorizzazione assembleare è di diciotto mesi, nonostante a livello comunitario la durata sia di cinque anni al massimo, in linea con la durata concessa per l'aumento del capitale.

Per quanto concerne la definizione di un corrispettivo minimo e di uno massimo, la ragione della fissazione del corrispettivo massimo è più facilmente intuibile. Di fatti, tale determinazione rappresenta l'esigenza di stabilire quale sia l'esborso complessivo che la società è disposta ad

⁶⁰ CARBONETTI, "Art. 2357 – Acquisto delle proprie azioni" in *Comm. d'Alessandro*, Vol. II, Padova, 2010, p. 331.

⁶¹ DE LUCA, "La società azionista e il mercato dei propri titoli.", *cit.*

⁶² PAVONE LA ROSA, "Le attribuzioni dell'assemblea della società per azioni in ordine al compimento di atti inerenti alla gestione sociale." in *Rivista delle società*, 1997, 1-17, p. 3.

impiegare per l'acquisto di proprie azioni e rappresenta anche il limite massimo della riserva indisponibile da costituire⁶³.

Invece, non agile sembra essere la comprensione dell'esigenza di fissare il corrispettivo minimo per l'operazione, invero, è indubbiamente chiaro che per la società minore risulta essere il corrispettivo per l'acquisto maggiore sarà il beneficio ricavato dall'operazione stessa in quanto la società ha l'interesse di pagare il meno possibile. Ma, siccome il caso in esame non riguarda un acquisto di partecipazioni di società terze e la controparte dell'operazione risulta essere uno o più soci della società medesima la previsione del legislatore della definizione di un prezzo massimo ed uno minimo rappresenterebbero nella sostanza la circoscrizione di un "giusto prezzo"⁶⁴.

4.2 Il limite massimo di azioni acquistabili

Per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il legislatore ha imposto un limite massimo all'acquisto di azioni proprie mediante l'art. 2357, comma 3, c.c. che prevede che l'acquisto "non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto al tal fine anche delle azioni possedute da società controllate" e tale previsione risulta essere del tutto in linea con la previsione dell'art 2445, comma 2, c.c. in materia di riduzione del capitale sociale⁶⁵.

Va considerato nel computo della quinta parte del capitale sociale il capitale sottoscritto alla data dell'acquisto e non il capitale versato in quanto la norma prende in considerazione "il valore nominale delle azioni acquistate" e, siccome la correlazione deve essere fatta in termini di omogeneità, risulta necessario considerare il capitale sottoscritto.

Altro aspetto da mettere in luce, è la possibilità della società di acquistare le azioni proprie senza necessità di proporzionalità tra le diverse categorie di azioni eventualmente emesse.

La ragione dell'esistenza di un limite massimo per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio sostanzialmente attribuibile ad esigenze di equilibrio del mercato del capitale di rischio e diritti di voto⁶⁶. Invero, da un lato tale vincolo potrebbe fungere da ostacolo al "rastrellamento" delle azioni nel mercato garantendo per certi versi la contendibilità della società nel mercato; dall'altro lato, il possesso di azioni proprie nel portafoglio della società potrebbe sfociare, in assenza del limite sopracitato, in paralisi delle assemblee in quanto le azioni proprie vengono contate ai fini dei quorum costitutivi e deliberativi⁶⁷.

⁶³ CARBONETTI, "Art. 2357 – Acquisto delle proprie azioni" in *Comm. d'Alessandro*, Vol. II, Padova, 2010.

⁶⁴ DE LUCA, "La società azionista e il mercato dei propri titoli", *cit.*

⁶⁵ Di fatti, l'art. 2445, comma 2, c.c. stabilisce che la riduzione del capitale deve avvenire in modo tale da garantire che "le azioni proprie eventualmente possedute dopo la riduzione non eccedano la quinta parte del capitale sociale".

⁶⁶ ARDIZZONE, "Le azioni proprie nella fusione e nella scissione", Milano, Giuffrè Editore, 2010, p. 11.

⁶⁷ DE LUCA, "La società azionista e il mercato dei propri titoli", *cit.*

Per il computo del limite massimo delle azioni proprie acquistabili è necessario tenere conto delle azioni possedute da società controllate come recita il comma 2, e anche quelle acquistate tramite “società fiduciaria o per interposta persona⁶⁸” come stabilito dall’ultimo comma dell’articolo in esame.

Quanto alle società non quotate, invece, il legislatore attualmente non ha previsto alcun limite all’acquisto di azioni proprie e ciò comporta maggiore attenzione per l’assemblea nel deliberare il numero di azioni massimo da acquistare al fine di evitare eventuali situazioni di stallo decisionale.

Per esempio, una delibera assembleare all’acquisto di un numero di azioni proprie che rappresentano il 50% delle azioni con diritto di voto senza la previsione della successiva rivendita, porterebbe la società ad uno “stallo giuridico” (in quanto le azioni proprie vanno computate ai fini dei quozienti costitutivi e deliberativi). Quindi, è necessario che l’acquisto delle azioni proprie da parte della società sia inferiore alla metà delle azioni aventi diritto di voto⁶⁹.

4.3 Il vincolo degli utili distribuibili e delle riserve disponibili

Come già anticipato, l’acquisto di azioni proprie da parte di una società è subordinato al limite quantitativo degli utili distribuibili e delle riserve disponibili “risultanti dall’ultimo bilancio regolarmente approvato” a presidio dell’integrità del capitale sociale e delle riserve indisponibili. Tale riserva denominata *riserva negativa per le azioni proprie in portafoglio* deve essere costituita al momento dell’acquisto e deve essere mantenuta per tutto il periodo di possesso delle azioni per il medesimo ammontare del valore dell’acquisto.

Per “utile distribuibile” si intende la parte di utile che non è sottoposta ad alcun vincolo né di natura legale, né di natura statutaria, né di altra natura e perciò rappresentati dagli utili che la società può disporre. Analogo discorso è previsto per le riserve disponibili che sono rappresentate da quelle riserve distribuibili con delibera dell’assemblea ordinaria.

4.4 Il divieto di acquisto di azioni non interamente liberate

La motivazione della previsione del divieto di acquisto di azioni non interamente deliberate (art. 2357 c.c.) è la medesima del divieto di sottoscrizione di azioni proprie (art. 2357-*quater* c.c.) e risiede nell’esigenza di garantire l’effettività del capitale ovvero impedire che possa venire meno il flusso effettivo di risorse finanziarie verso la società.

⁶⁸ Per “*interposta persona*” deve intendersi qualunque soggetto che acquisti le azioni previo accordo con la società stessa, diverso dalla società fiduciaria.

⁶⁹ DE LUCA, “*La società azionista e il mercato dei propri titoli*”, *cit.*, p. 53.

Di fatti, in entrambe le situazioni (sia di auto-sottoscrizione, sia di acquisto di azioni proprie) la società si troverebbe di fronte ad un rischio di non ottenere l'afflusso di risorse finanziarie in quanto si verificherebbe solo una movimentazione di riserve al capitale.

5. Le azioni proprie nel bilancio d'esercizio

Il trattamento contabile delle azioni proprie all'interno del bilancio, come anticipato nel terzo paragrafo, è mutata significativamente con l'introduzione del D.Lgs. 139/2015.

Prima le azioni proprie venivano iscritte nell'attivo dello stato patrimoniale e, in base alla previsione di permanenza nel portafoglio della società potevano essere iscritte tra le immobilizzazioni finanziarie (se destinate a permanere durevolmente), oppure tra l'attivo circolante (se destinate all'alienazione nel breve periodo). Era opinione sostanzialmente condivisa che l'iscrizione delle azioni proprie sia che si trattasse di immobilizzazioni finanziarie sia che fossero annottate tra l'attivo immobilizzato, dovesse avvenire al costo di acquisto. Seguendo questa impostazione, al momento dell'iscrizione del valore delle azioni proprie in bilancio era necessario iscrivere la *riserva per azioni in portafoglio* tra le voci di patrimonio netto con segno positivo con l'obbligo di mantenerla per tutto l'arco di tempo del possesso delle azioni proprie nel portafoglio della società⁷⁰.

Oggi, invece, il legislatore italiano ha modificato la contabilizzazione dell'acquisto delle azioni proprie stabilendo che non vengano iscritte nell'attivo dello stato patrimoniale in quanto non possono costituire elementi attuali del patrimonio, dal momento che non potrebbero rappresentare mediamente una porzione di attivo, ma solamente la "speranza" di recuperarlo, infatti potevano e possono tuttora essere annullate e, in questo caso, nulla rientrerà nelle casse sociali⁷¹.

Il legislatore ha quindi stabilito con l'art. 2357-ter, comma 3, c.c., l'iscrizione di una riserva negativa analoga ad una perdita con la funzione di "rettificare" il patrimonio netto per lo stesso ammontare impiegato per l'acquisto. Tale riserva negativa è iscritta all'interno delle voci di patrimonio netto al rigo *X – Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio*; così facendo, gli importi degli utili distribuibili e delle riserve disponibili si riducono algebricamente per l'importo impiegato per l'acquisto che è diventato indisponibile fino al momento dell'eventuale alienazione delle azioni⁷².

⁷⁰ SANTOSUOSSO, "Le azioni proprie nell'economia dell'impresa", *op. cit.*, p. 120.

⁷¹ DE LUCA, "La riserva "negativa" per azioni proprie in portafoglio" in *Rivista Le Società*, 2016, pp. 5-12.

⁷² Massima Consiglio Notarile di Milano 17 maggio 2016, n. 145 - Riserva negativa azioni proprie: indisponibilità delle riserve disponibili "utilizzate" per l'acquisto (artt. 2357-ter, 2424 e 2424-bis c.c.): "In presenza della riserva negativa per azioni proprie in portafoglio di cui agli artt. 2357-ter, comma 3, e 2424-bis, comma 7, c.c. ("Riserva Negativa Azioni Proprie"), gli utili distribuibili e le riserve disponibili utilizzati al momento dell'acquisto delle azioni proprie - ossia gli utili distribuibili e le riserve disponibili, corrispondenti al prezzo di acquisto delle azioni proprie, la cui sussistenza al momento dell'acquisto delle azioni proprie ha consentito il rispetto del limite stabilito dall'art. 2357, comma 1, c.c. - rimangono iscritti in bilancio nel loro originario ammontare, salva ogni opportuna specificazione in nota integrativa ("Riserve Utilizzate"). Tali Riserve Utilizzate, pur ancora iscritte in bilancio nel loro originario ammontare e con la loro

È facile comprendere come la soluzione prospettata dal legislatore possa provocare alcune incomprensioni su quali poste del patrimonio netto debbano considerarsi rettificata dalla suddetta riserva; tale questione risulta essere particolarmente d'impatto su alcune operazioni riguardanti il patrimonio netto (ad esempio, la distribuzione dei dividendi, l'aumento di capitale sociale e l'imputazione delle perdite d'esercizio).

Nonostante la normativa non lo preveda, è opportuno e desiderabile che nella nota integrativa venga data spiegazione mediante un prospetto di riconciliazione nel quale venga illustrato in che modo l'iscrizione della "riserva negativa" impatti nelle singole voci del patrimonio netto⁷³.

La riserva negativa risulta essere meritevole di alcune considerazioni sul suo trattamento nel caso di alienazione o annullamento delle azioni proprie e nel caso di una perdita d'esercizio e potenziale riduzione del capitale sociale.

Innanzitutto, è necessario comprendere se l'acquisto di azioni proprie sia finalizzato al mantenimento nel portafoglio o all'annullamento delle stesse. Nel primo caso, non dovranno transitare nel conto economico, al pari di qualsiasi operazione sul capitale, ma direttamente imputata a patrimonio netto. Nel secondo caso, si tratta a tutti gli effetti di un'operazione in grado di generare componenti positivi o negativi di reddito e per tale motivo imputabili a conto economico, diversamente da quanto indicato dai principi contabili internazionali – *IAS* 32, paragrafo 33. Se dalla vendita scaturisce una plusvalenza, la riserva "negativa" viene eliminata e, di conseguenza, vengono "liberate" per l'intero ammontare le riserve divenute indisponibili con l'acquisto di azioni proprie e la plusvalenza verrà fatta transitare in conto economico, mentre se risulta una minusvalenza, la "riserva negativa" viene diminuita per l'importo della vendita e la restante parte viene eliminata e la minusvalenza contabilizzata in conto economico.

Nell'ipotesi di annullamento di azioni proprie in portafoglio, la "riserva negativa" non ha più motivo di esistere e perciò verrà ridotta per il valore nominale delle azioni annullate in corrispondenza della riduzione di capitale deliberata. Qualora rimanesse accesa parte della riserva, questa non deve assolutamente transitare in conto economico perché non c'è stata una realizzazione nell'operazione, ma deve essere eliminata integralmente in corrispondenza di una riduzione di eguale importo, in parte del capitale sociale e in parte delle riserve disponibili.

Infine, nel caso in cui la società dovesse registrare delle perdite d'esercizio, alcuni sostengono che le riserve disponibili e gli utili distribuibili corrispondenti alla "riserva negativa" (presenti in bilancio

originaria denominazione, non sono in realtà disponibili, per la parte corrispondente all'ammontare della Riserva Negativa Azioni Proprie, al fine di: (i) distribuire dividendi ai soci; (ii) aumentare il capitale sociale a titolo gratuito; (iii) acquistare altre azioni proprie; (iv) coprire eventuali perdite; (v) calcolare il limite quantitativo di emissione di obbligazioni".

⁷³ CAMPOBASSO, "Diritto Commerciale – 2. Diritto delle società", Milano, UTET Giuridica, 2015.

ma non utilizzabili per le riserve) devono essere utilizzati al fine di evitare che la perdita incida sul capitale sociale⁷⁴.

6. Deroghe alle condizioni previste per l'acquisto di azioni proprie e la fusione

Fino a qui è stata illustrata brevemente la disciplina che regola l'acquisto di azioni proprie da parte di una società, in particolare, le limitazioni e le condizioni necessarie per procedere all'acquisto delle medesime. In alcuni casi, il legislatore ha rimosso parzialmente o integralmente le limitazioni di cui all'art. 2357 c.c. e, nello specifico, si tratta delle seguenti ipotesi di:

- riscatto e annullamento di azioni per eseguire una riduzione del capitale;
- acquisto di azioni proprie a titolo gratuito;
- successione universale, fusione e scissione;
- esecuzione forzata per il soddisfacimento di un credito sociale.

Si tratta di ipotesi che sono molto eterogenee fra loro ma che possono essere accomunate dal fatto che l'acquisto di azioni proprie non consiste in un atto preordinato dalla società, ma si verifica come “evento occasionale oppure elemento marginale rispetto ad una diversa vicenda”⁷⁵.

In questo elaborato, ciò che interessa è il tema delle azioni proprie nella fusione che, anche se verrà esposto con maggiore approfondimento ed esaustività nel prossimo capitolo, è interessante mettere in luce alcune peculiarità di questa fattispecie.

Innanzitutto, bisogna evidenziare che la disciplina delle azioni proprie soggiace a norme differenti rispetto a quanto regolato per le ordinarie operazioni riguardanti il fenomeno dell'acquisto di azioni proprie. Infatti, nelle operazioni di fusione e di scissione la presenza di azioni proprie o, addirittura, l'eventualità che si possano creare azioni proprie potrebbe generare problemi aggiuntivi rispetto alla disciplina ordinaria. Per tale motivo il legislatore ha previsto un'integrazione alle cautele (artt. 2357 e ss. c.c.), ovvero il divieto di assegnazione di azioni proprie espresso dall'art. 2504-ter.

⁷⁴ Come sostenuto da DE LUCA in “*La riserva “negativa” per azioni proprie in portafoglio*” e da CAMPOBASSO in “*Diritto Commerciale*” nella nona edizione, una società in perdita deve presentare solo tre voci nel patrimonio netto, ovvero il capitale sociale (con valore necessariamente positivo), le perdite di esercizio (con valore negativo) e la riserva negativa per azioni proprie.

⁷⁵ SABATELLI, “*Deroghe alla disciplina che regola l'acquisto di azioni proprie*”, citato in DE LUCA, “*La società azionista e il mercato dei propri titoli*”, cit., p. 113.

CAPITOLO SECONDO

In questo capitolo verrà presentata la disciplina delle azioni proprie nella fusione, partendo dalle direttive comunitarie che hanno introdotto la disciplina attualmente in vigore nell'ordinamento italiano e cercando di dare un quadro completo sulle motivazioni che hanno spinto il legislatore a creare il divieto di assegnazione di azioni proprie, quest'ultimo rappresenta infatti un aspetto centrale al fine di comprendere pienamente il motivo del trattamento contabile delle azioni proprie nell'operazione di fusione.

Una volta chiarita l'evoluzione storica della disciplina e la *ratio* del divieto verranno esaminate le fattispecie assoggettate al citato divieto di assegnazione, proseguendo si esaminerà poi il tema cruciale ovvero la determinazione del rapporto di concambio in presenza di azioni proprie e la relativa contabilizzazione.

Negli ultimi due paragrafi di questo capitolo verranno evidenziate, in un primo momento, le differenze di contabilizzazione nel caso di fusione inversa che presenta una disciplina particolare e derogatoria per certi versi rispetto a quello fin qui esposto, infine, saranno trattate le differenze di contabilizzazione nel caso in cui le azioni proprie siano detenute da società appartenenti ad un gruppo e quindi la loro rappresentazione nel bilancio consolidato.

1. La disciplina delle azioni proprie nella fusione

Nelle operazioni di fusione e di scissione, la presenza di azioni proprie oppure la mera possibilità di una loro *creazione* fa sorgere ulteriori problemi, in misura forse più accentuata, rispetto a quanto accade nella disciplina ordinaria delle azioni proprie⁷⁶.

In particolare, nelle operazioni di fusione per incorporazione si potrebbe verificare il possesso *attuale* o *potenziale* di azioni proprie in tre ipotesi e, in base alla fattispecie in cui ci si trova, ne deriva un'ammissibilità o un divieto assoluto da parte del legislatore. Le ipotesi sono le seguenti:

- il possesso *attuale* si ha nel caso in cui la società incorporante o la società incorporata detengano già delle azioni proprie prima dell'operazione di fusione;
- il primo caso di possesso *potenziale* di azioni proprie si verifica qualora la società incorporante detenga delle partecipazioni della società incorporata al momento dell'operazione di fusione. In questa fattispecie le azioni detenute non sono delle azioni proprie antecedentemente alla fusione, ma se fossero oggetto di concambio sarebbero destinate a diventare delle azioni proprie dell'incorporante;

⁷⁶ ARDIZZONE, "Le azioni proprie nella fusione e nella scissione", Milano, Giuffrè Editore, 2010, p. 16.

- il secondo caso di possesso *potenziale* si verifica nel momento in cui la società incorporata detiene delle azioni dell'incorporante. Infatti, queste azioni sono destinate a divenire delle azioni proprie dell'incorporante per effetto della successione universale dell'incorporante nel patrimonio dell'incorporata.

In questi casi, per capire se la casistica in cui ci si trova permetta o meno il possesso di azioni proprie, è necessario fare riferimento all'art 2504-*ter*, c.c. (prima e seconda fattispecie) e all'art. 2357-*bis*, comma 1, n. 3, c.c. (terza fattispecie).

L'art. 2504-*ter*, c.c., rubricato “*Divieto di assegnazione di azioni o quote*”, stabilisce al primo comma che la società risultante dalla fusione “non può assegnare azioni o quote in sostituzione di quelle delle società partecipanti alla fusione possedute, anche per il tramite di società fiduciarie o di interposta persona, dalle società medesime”. Tale norma viene applicata solo per la fusione per unione e vieta che la società risultante dall'operazione di fusione assegni a sé stessa delle azioni in cambio delle azioni proprie che le società partecipanti detenevano prima della fusione. In altre parole, nel momento di costituzione della società risultante dalla fusione, questa non potrà mai detenere delle azioni proprie, semmai potrà acquistarle in un secondo momento in ragione della disciplina generale e dei limiti stabiliti dagli artt. 2357 e ss. c.c.

Al secondo comma dello stesso articolo, il legislatore riferendosi solo alla fusione per incorporazione, dispone che “la società incorporante non può assegnare azioni o quote in sostituzione di quelle delle società incorporate possedute, anche per il tramite di società fiduciaria o di interposta persona, dalle incorporate medesime o dalla società incorporante”. In questo caso la norma si riferisce sia alle azioni già proprie nel momento della fusione, ossia le azioni proprie detenute dalle società incorporate, sia alle azioni potenzialmente proprie (che si creerebbero se non ci fosse il divieto), ossia le partecipazioni che la società incorporante ha nelle società incorporate.

Il terzo caso, disciplinato dall'art. 2357-*bis*, co. 1, stabilisce che “le limitazioni contenute nell'art. 2357 non si applicano quando l'acquisto di azioni proprie avvenga [...] per effetto di successione universale o di fusione o di scissione”. Il caso di fusione per incorporazione nella quale l'incorporata detiene delle azioni dell'incorporante (c.d. *fusione inversa*), pur venendosi a determinare una situazione di possesso di azioni proprie in capo all'incorporante, è stato consentito e facilitato dal legislatore prevedendo la decadenza dei limiti stabiliti all'art. 2357, c.c.

Quanto fin qui esposto mette in evidenza i diversi approcci degli art. 2504-*ter* e 2357-*bis* in ragione dell'ammissibilità o meno delle azioni proprie nelle operazioni di fusione o di scissione⁷⁷. Più in

⁷⁷ L'art. 2506-*ter*, comma 5, c.c., si riferisce alla casistica della scissione tra società.

particolare, il primo articolo impedisce l'insorgere di azioni proprie in queste operazioni, mentre il secondo articolo favorisce il possesso di azioni proprie.

Nonostante l'apparente distanza tra le due discipline, i due articoli rappresentano i due aspetti cardini del tema principale di questo elaborato che verranno esaminati più nel dettaglio all'interno del presente capitolo.

2. L'evoluzione storica della disciplina

Per esaminare più nel dettaglio l'attuale disciplina delle azioni proprie nella fusione è utile dare uno sguardo all'evoluzione storica, in particolare, facendo riferimento alla Direttive comunitarie che hanno introdotto nel nostro ordinamento gli artt. 2504-*ter* c.c. e 2357-*bis*, comma 1, n. 3, c.c., rispettivamente con la *Terza Direttiva* e la *Seconda Direttiva* comunitaria in materia societaria.

2.1 Trattamento delle azioni proprie prima delle Direttive Comunitarie

Prima del recepimento delle rispettive discipline nel nostro ordinamento il trattamento delle azioni proprie nella fusione (e scissione) erano piuttosto diverse rispetto alla normativa vigente.

Infatti, nel caso della fusione in cui la società incorporante avesse avuto delle partecipazioni nella società incorporata, all'epoca veniva considerato ammissibile lo scambio con la quota di partecipazione in ragione dell'assegnazione di azioni emesse al momento dell'operazione, oggi vietato dall'art. 2504-*ter* c.c. Il solo limite presente era riconducibile alla tutela dell'integrità del capitale sociale, delimitando tale operazione con la presenza di utili distribuibili e riserve distribuibili dello stesso ammontare⁷⁸. In altre parole, la società incorporata veniva considerata al pari di qualsiasi altro socio dell'incorporata e per tale motivo venivano assegnate azioni a soddisfazione del concambio.

Allo stesso modo, il legislatore dell'epoca considerava ammissibile l'acquisto di azioni proprie nel caso della c.d. *fusione inversa*, nei limiti stabiliti dall'art. 2357 c.c. a garanzia del capitale sociale, ritendendo necessaria la presenza di utili distribuibili e di riserve disponibili almeno di pari importo⁷⁹. In dottrina, per quanto riguarda l'ipotesi delle azioni già proprie nel momento della fusione (o della scissione) si erano contrapposti due orientamenti divergenti⁸⁰.

⁷⁸ Come evidenziato da TANTINI, "Trasformazione e fusione delle società" in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 1985, 318.

⁷⁹ Nel caso in cui non ci fossero utili distribuibili e riserve disponibili per pari importo, la partecipazione doveva essere annullata in sede di fusione. Come evidenziato da Tantini in *Trasformazione e fusione delle società*", p. 339.

⁸⁰ ARDIZZONE, "Le azioni proprie nella fusione e nella scissione", *cit.*, p. 20.

Secondo una prima corrente di pensiero, non si ponevano limiti al possesso di azioni proprie della società risultante dall'operazione di fusione e, perciò, si potevano assegnare azioni in cambio delle azioni proprie della società incorporata. Sempre secondo questa impostazione e tendendo conto del trattamento contabile delle azioni proprie nel bilancio⁸¹, la riserva per azioni proprie in portafoglio veniva considerata in *sensu tecnico* e per tale ragione le azioni proprie dovevano essere valutate al fine di quantificare il patrimonio netto della società incorporata. Chiaro che seguendo questa linea, nel caso in cui si avesse voluto procedere con l'annullamento delle azioni proprie della società incorporata al fine di evitare l'assegnazione di azioni in sede di concambio, sarebbe stato necessario modificare il patrimonio dell'incorporata per evitare che i suoi soci potessero essere danneggiati dall'operazione di fusione; in quanto avrebbero ricevuto azioni della società risultante in misura minore rispetto all'apporto di patrimonio netto. Come evidenziato da Corapi⁸² le soluzioni prospettate erano essenzialmente due. La prima prevedeva l'assegnazione delle azioni della società risultante in cambio delle azioni proprie possedute dall'incorporata a beneficio dei soci di quest'ultima società. La seconda, invece, prevedeva un aumento del valore nominale delle azioni della società incorporata nel calcolo del concambio, al fine di far risultare il valore del capitale sociale pari alla somma del valore delle azioni dell'incorporata senza tener conto delle azioni proprie.

I sostenitori del secondo orientamento, invece, sostenevano di non includere dall'assegnazione di azioni della società risultante le azioni proprie detenute dalla società incorporata in sede di concambio, in quanto ritenevano che queste azioni non dovessero essere considerate nella quantificazione del patrimonio netto allo scopo della determinazione del rapporto di concambio. È facilmente comprensibile che questa impostazione in sostanza anticipasse di fatto ciò che oggi è stabilito dal divieto ex art. 2504-ter e in quest'ottica si voleva evitare il rischio della "duplicazione fittizia" delle azioni proprie in patrimonio netto⁸³.

2.2 L'introduzione delle Direttive comunitarie in materia societaria

L'art. 2357-bis, comma 1, n. 3, c.c. è stato introdotto nell'ordinamento italiano con l'art. 9 del D.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30, in recepimento della *Seconda Direttiva*⁸⁴ comunitaria in materia societaria sul capitale sociale e sulla tutela dei creditori sociali e, proprio all'interno di questa Direttiva, si

⁸¹ Vedi capitolo primo, terzo paragrafo.

⁸² CORAPI, "La sorte delle azioni proprie in caso di incorporazione della società che le possiede", in *Rivista di Diritto Civile*, 1986, II, pp. 451-454.

⁸³ ARDIZZONE, "Le azioni proprie nella fusione e nella scissione", *cit.*, p. 21.

⁸⁴ La *Seconda Direttiva*, n. 77/91/CEE aveva lo scopo di "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".

possono individuare due aspetti significativi della disciplina delle azioni proprie: uno a carattere *particolare* e uno a carattere *generale*.

Per quanto concerne il primo, l'art. 20 della Direttiva prevede che i limiti imposti dall'art. 19 della medesima direttiva possano non essere applicati nel caso di azioni acquisite "in seguito a trasmissione a titolo universale di patrimonio" e l'art. 2357-*bis*, comma 1, n. 3, c.c. del nostro attuale ordinamento attua proprio l'articolo in questione⁸⁵.

Il secondo aspetto, a carattere generale, riguarda il significato attribuibile all'operazione di acquisto di azioni proprie che si evince dalla direttiva, specialmente nei relativi lavori preparatori⁸⁶, essenziali per capire più dettagliatamente la normativa.

All'epoca era ancora parecchio dibattuta la questione se qualificare l'operazione di acquisto di azioni proprie come un investimento della società emittente oppure come un rimborso di una parte del capitale agli azionisti e, proprio nei lavori preparatori della direttiva viene indicata la seconda ipotesi come favorita evidenziando che tale operazione si interpreterebbe in un rimborso dei conferimenti effettuati nel momento in cui non ci fossero le limitazioni qualitative (utili distribuibili e riserve disponibili)⁸⁷.

Seguendo questa impostazione quindi, le azioni proprie non costituivano alcun valore nel patrimonio delle società, e perciò:

- le azioni proprie non avrebbero più fatto parte dell'attivo, in quanto "la partecipazione a quest'ultimo si basa in realtà sui conferimenti o solo formalmente sulle azioni";
- non dovrebbe essere connesso alcun diritto alle azioni proprie⁸⁸.

Trent'anni dopo, è stata introdotta la direttiva 2006/68/CE, recepita nel nostro ordinamento dal D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 142, che modifica la *Seconda Direttiva*, cambiando la concezione dell'acquisto delle azioni proprie.

In particolare, nell'arco di tutto questo tempo, si era assistito ad un significativo sviluppo del mercato finanziario derivato da un elevato numero di contrattazioni nel mercato mobiliare, specialmente nelle operazioni di acquisizione di azioni proprie. Tutto ciò ha portato il legislatore europeo a porsi dinnanzi al fenomeno del *buy-back* cambiando sostanzialmente approccio; il nuovo atteggiamento

⁸⁵ ANTONUCCI, "Diritti inerenti alle azioni proprie" in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, Milano, Giuffrè Editore, 1984.

⁸⁶ ARDIZZONE, "Le azioni proprie nella fusione e nella scissione", *cit.*, p. 23.

⁸⁷ SABATELLI, "Acquisto di azioni proprie da parte della società emittente", in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, pp. 284 e ss.

⁸⁸ *Relazione alla proposta di seconda direttiva*, paragrafo 2. In quest'ottica vedere anche *Risoluzione recante il parere del Parlamento europeo sulla proposta della seconda direttiva*, in *Gazzetta Ufficiale Comunità Europee*, n. C 114, del 11 novembre 1971, l'art. 3, p. 21.

era sicuramente più favorevole all'operazione rispetto al passato e mirava ad offrire una maggiore flessibilità sia alle società non quotate, sia a quelle quotate⁸⁹.

Infatti, è proprio con l'introduzione di questa direttiva che si sono modificati alcuni aspetti della disciplina in esame come, l'introduzione del limite quantitativo delle azioni proprie che non può essere inferiore al 10% del capitale sottoscritto, l'introduzione del permesso di deroga al divieto di assistenza finanziaria, la modifica del limite massimo all'acquisto di azioni proprie portandolo alla quinta parte del capitale sociale e, infine, l'estensione della durata dell'autorizzazione assembleare per l'acquisto a cinque anni⁹⁰.

In quest'ottica, la disciplina sull'acquisto di azioni proprie ha subito modifiche sia per quanto concerne la limitazione, sia per quanto interessa la trasparenza e la chiarezza dell'operazione. Infatti, per quanto riguarda il secondo aspetto, è notevole il cambiamento del trattamento contabile in merito alla riserva negativa delle azioni proprie in portafoglio, in un primo momento adottata dai bilanci IAS Adopter (*IAS 32*) e successivamente condivisa anche dal legislatore nazionale⁹¹, attuando la direttiva comunitaria 34/2013/UE.

Quanto al divieto di assegnazioni di azioni proprie, questo trae le sue origini dall'art. 19 della *Terza Direttiva*⁹² e dall'art. 17 della *Sesta Direttiva*⁹³. La formulazione della disciplina del legislatore comunitario risulta essere sostanzialmente molto analoga a quella utilizzata dal legislatore italiano nell'introdurre tale divieto all'art. 2504-*ter* c.c., l'unica differenza è riscontrabile nel verbo "scambiare" utilizzato nelle direttive che nell'ordinamento italiano è stato sostituito con il verbo "assegnare". Tuttavia, tale differenza non sembra essere sostanzialmente rilevante.

In realtà, la normativa comunitaria non risulta utile ai fini della comprensione del motivo per cui si è introdotto nell'ordinamento il suddetto divieto. Infatti, sia l'art. 19, comma 2, della *Terza Direttiva* sia l'art. 17 della *Sesta Direttiva*, non offrono spunti per cogliere le ragioni giustificatrici del divieto.

⁸⁹ L'esigenza della flessibilità è indicata nella stessa direttiva al *quarto* e *quinto* considerando.

⁹⁰ Come visto nel primo capitolo, il legislatore nazionale ha optato per tenere invariata la durata dell'autorizzazione assembleare rispetto alla precedente direttiva; infatti, è di diciotto mesi in Italia.

⁹¹ Con il D.Lgs. 18 agosto 2015, n. 139.

⁹² Terza Direttiva del Consiglio del 9 ottobre 1978, n. 78/855/CEE relativa alle fusioni delle società per azioni, successivamente abrogata e sostituita con la Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio del 5 aprile 2011, n. 2011/35/UE.

⁹³ Sesta Direttiva del Consiglio del 17 dicembre 1982, n. 82/891/CEE successivamente abrogata e sostituita con la Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, n. 2017/1132/UE.

3. La *ratio* del divieto di assegnazione di azioni proprie nella fusione ex art. 2504-ter

Dopo aver dato uno sguardo alle origini del citato art. 2504-ter, c.c., ora è necessario comprendere quali siano le ragioni del divieto di assegnazione di azioni proprie stabilito sia per le fusioni in senso stretto (comma 1) sia per le fusioni per incorporazione (comma 2).

Innanzitutto, è necessario evidenziare che il divieto non deriva da altre disposizioni dell'ordinamento. Infatti, come visto nel paragrafo precedente, prima dell'introduzione delle direttive comunitarie che hanno indotto il legislatore italiano a formulare l'attuale art. 2504-ter, era prassi consolidata assegnare azioni proprie nelle casistiche di fusione per unione e per incorporazione, nonostante esistesse la disciplina inerente alle azioni proprie ex artt. 2357 e ss. del Codice Civile.

Assume quindi fondamentale importanza, se come detto non vi sono inderogabili esigenze di coerenza sistematica e logiche, lo studio della *ratio* del divieto introdotto con la Terza Direttiva e recepito con l'art. 2504-ter c.c.

Una prima tesi dottrinale sostiene che la *ratio* del divieto debba ricondursi al più generale principio di *sterilizzazione delle azioni proprie*⁹⁴, in particolare, alle cautele connesse alle operazioni sulle azioni proprie con l'esigenza di impedire che possa verificarsi la sopravvivenza di queste azioni al fine di evitare che, tramite le operazioni di fusione (e di scissione) si possano crearne di nuove.

In realtà, tale argomentazione, pur condivisibile in quanto corollario della disciplina delle azioni proprie (ex artt. 2357 ss. c.c.), non giustifica del tutto il divieto assoluto di assegnazione delle stesse in luogo di fusioni e di scissioni.

Infatti, se la società risultante dalla fusione (sia nel caso di fusione in senso stretto, sia in quello di incorporazione), nel momento immediatamente successivo a quello dell'operazione di fusione, può procedere all'acquisto di azioni proprie nei limiti espressi dall'art. 2357 c.c., non si spiega in questi termini la scelta di vietare del tutto l'insorgenza di una partecipazione in cambio delle azioni proprie nei casi di fusione e scissione.

Un'altra parte della dottrina, invece, sostiene che il divieto di assegnazione di azioni proprie sia fortemente collegato al divieto di sottoscrizione di azioni proprie ex art. 2357-*quater* al fine di "evitare che la fusione possa trasgredire o eludere il divieto di sottoscrizione di azioni proprie"⁹⁵.

Nonostante per certi aspetti questa tesi sia condivisibile, in quanto nell'ipotesi di fusione non è ammissibile che la società risultante dalla fusione possa assegnare a sé stessa delle azioni di nuova emissione in cambio di azioni proprie delle società partecipanti, per altri non sembra essere sufficiente

⁹⁴ Come affermato prima da DI SABATO, "La nuova disciplina della fusione" in *Rivista di diritto dell'impresa*, 1992, p. 15, e poi da FERRARA e CORSI, "Gli imprenditori e le società": "la legge [...] vuole evitare che, nell'attuare la fusione, si creino sovrapposizioni o giuochi di specchi analoghi a quelli nascenti dall'acquisto di azioni proprie", cit. p. 1042.

⁹⁵ GUERRERA, "Trasformazione, fusione e scissione – Diritto delle società. Manuale breve", Milano, Giuffrè Editore, 2008.

a spiegare la ragione del divieto all'art. 2504-ter. Infatti, la ragione giustificatrice dell'art. 2357-*quater* che stabilisce il divieto di sottoscrizione di azioni proprie è da ricercare nell'esigenza dell'effettività dei conferimenti a fronte dell'aumento del capitale sociale, in mancanza di tale divieto la società assumerebbe un obbligo di conferimento verso sé stessa e ciò non può accadere⁹⁶. Invece, nell'ipotesi di fusione, nel momento dell'assegnazione delle azioni della società risultante, chi le riceve non è tenuto ad alcun conferimento e, pertanto, non dovrebbero essere dovuti conferimenti neppure dalla società emittente, qualora essa fosse capace di ricevere azioni proprie per assegnazione⁹⁷.

Alla luce di ciò, entrambe le motivazioni fino a qui esposte sembrano essere convincenti, ma non spiegano pienamente il divieto assoluto di assegnazione di azioni proprie nel caso di operazioni di fusione o di scissione. In aggiunta a queste tesi, peraltro, è possibile evidenziare un'ulteriore motivazione a completamento delle precedenti.

Il divieto di assegnazione di azioni da parte della società risultante trova motivazione nella configurazione dello scambio di azioni in quanto, poiché per effetto della fusione la società che le aveva emesse è destinata ad estinguersi, di fatto, tale assegnazione si tradurrebbe in uno scambio di azioni da parte della società risultante dalla fusione a fronte di azioni *prive di valore* (parimenti alla situazione di una società in liquidazione), in quanto la loro società emittente sarebbe destinata all'estinzione.

Infatti, sia nel caso di fusione in senso stretto, qualora le società partecipanti avessero delle azioni già proprie, e sia nel caso di fusione per incorporazione, qualora la società incorporata avesse delle azioni proprie, per effetto della fusione si eliminerebbe la società che le ha emesse.

In quest'ottica l'aspetto rilevante risulta essere l'assenza di valore delle azioni che vengono a scambiarsi per effetto della fusione e il legislatore inserendo nell'ordinamento questo divieto assoluto di assegnazione di azioni proprie ha contrastato la possibilità dell'annacquamento del capitale sociale della società risultante dalla fusione.

4. La fattispecie dell'art. 2504-ter

L'art. 2504-ter mette in luce due possibili fattispecie nelle quali possono verificarsi situazioni di possesso di azioni proprie nell'ambito di un'operazione di fusione (o di scissione) ovvero:

- la società incorporata detiene delle azioni proprie;
- la società incorporante detiene delle partecipazioni nella società incorporata.

⁹⁶ Come affermato da GINEVRA, "La sottoscrizione di azioni proprie", p. 686.

⁹⁷ ARDIZZONE, "Le azioni proprie nella fusione e nella scissione", cit., p. 54.

Rimane estranea alla citata norma la fattispecie in cui la società incorporata detenga prima dell'operazione di fusione azioni dell'incorporante (ipotesi prevista all'art. 2357-*bis*, comma 1, n. 3, c.c.) che verrà esaminata nel paragrafo ottavo del presente capitolo.

Inoltre, tale articolo fa sorgere alcune problematiche circa la sua applicabilità o meno in certi casi, quest'ultimi verranno esposti di seguito al fine di dare maggiore comprensione sulla portata del divieto di assegnazione di azioni proprie alla luce della *ratio* appena individuata.

4.1 Il divieto nei casi di possesso incrociato e di possesso a cascata di azioni proprie

Nella prassi è piuttosto frequente che due società presentino all'interno del loro portafoglio di attività finanziarie l'una le partecipazioni dell'altra (c.d. *partecipazioni incrociate*) e ciò potrebbe dar luogo a pericolosi meccanismi a carattere patrimoniale ed amministrativo.

Tale rischio aumenta significativamente quando tra le due società esiste un rapporto di controllo, visto che la controllante esercita un potere notevole e dominante nei confronti della sua controllata sia per quanto concerne la scelta dei propri investimenti sia per quanto riguarda l'esercizio del voto.

In quest'ottica è facilmente comprensibile che, nell'ipotesi di fusione per unione in cui le società partecipanti alla fusione detengano partecipazioni reciproche, oppure nell'ipotesi in cui una società abbia delle partecipazioni verso un'altra società partecipante, viga l'applicabilità del divieto di assegnazione di azioni proprie di cui al comma primo⁹⁸.

Al medesimo risultato si arriverebbe nel caso di fusione per incorporazione. Infatti, il divieto espresso dall'art. 2504-*ter* (comma 2) si applica sia nel caso in cui una società partecipi un'altra società ed entrambe siano incorporate in una terza società, sia nel caso in cui due società incorporande abbiano partecipazioni reciproche.

A titolo esemplificativo, si immagini che Alfa e Beta vengano incorporate in una terza società Gamma, e che Alfa possieda delle partecipazioni in Beta; in questo caso l'art. 2504-*ter* c.c. vieta l'assegnazione di azioni da parte di Gamma in cambio delle azioni di Beta possedute da Alfa. Quanto al secondo caso di immagini che, nell'esempio appena riportato, Alfa e Beta abbiano delle partecipazioni reciproche; l'articolo in questione vieta che possano essere assegnate delle azioni di Gamma in cambio delle azioni di Alfa possedute da Beta e viceversa (in cambio delle azioni di Beta possedute da Alfa).

Un'altra situazione che si verifica spesso all'interno di gruppi aziendali è quella del possesso c.d. *a cascata* nella quale una società partecipa un'altra società che a sua volta ne partecipa una terza, e così

⁹⁸ BERTONI, "Bilancio consolidato: temi avanzati", Milano, Egea, 2011.

via. Le motivazioni che spingono questi gruppi c.d. piramidali sono molteplici e il principale è riconducibile alla leva azionaria, questo meccanismo a cascata ha un grande pregio: consente di creare e coordinare una vasta rete di società limitando al minimo le risorse impiegate.

Nel caso in cui le società che sono soggette a tale possesso *a cascata* si fondano in una nuova società (quindi si tratta di fusione in senso stretto), l'art. 2504-ter c.c. vieta che la società risultante assegni delle azioni in cambio delle partecipazioni che le società fuse detengono nelle altre società partecipanti all'operazione; dunque, azioni che rappresentano il possesso a cascata. Ad esempio, se Alfa possiede delle partecipazioni di Beta, Beta possiede delle partecipazioni di Gamma e queste tre società decidano di fondersi in un'altra società Delta, il divieto stabilisce che non possano essere assegnate azioni di Delta in cambio delle azioni di Beta di proprietà di Alfa e in cambio delle azioni di Gamma di proprietà di Beta. Lo stesso ragionamento deve essere fatto in presenza di fusione per incorporazione in presenza di un possesso a cascata.

L. Ardizzone evidenzia che nella *Relazione ministeriale* allo schema della legge delegata di attuazione della direttiva si potrebbe rinvenire un orientamento contrario all'affermazione della vigenza del divieto di assegnazione di azioni proprie nelle ipotesi appena descritte in quanto, descrivendo la disciplina nel caso di fusione per incorporazione, viene fatto riferimento esclusivamente alle "società incorporate (ossia le società che si estinguono per effetto della fusione)" [che] possiedono azioni proprie".

Quindi alla luce di quanto appena esposto potrebbe risultare applicabile il divieto nei soli casi di già azioni proprie al momento della fusione e, quindi, escludere le casistiche descritte in questo paragrafo (possesso incrociato o a cascata di partecipazioni).

Tuttavia, in molti⁹⁹ evidenziano che a sostegno dell'applicazione del divieto di assegnazione ci sia, in prima battuta, il dato letterale, in quanto l'art. 2504-ter si riferisce ad "azioni o quote" senza espressamente riferirsi ad azioni proprie. In seconda battuta, il divieto deriverebbe dagli effetti dell'operazione, in quanto si verificherebbe una detenzione di azioni proprie a fronte di azioni precedentemente emesse da un'altra società che per effetto della fusione si estinguerebbe.

Ciò che a questo punto risulta importante, non è la natura delle azioni antecedente all'operazione di fusione (proprie o non proprie), ma la necessità di evitare che la società risultante non venga a possedere delle azioni proprie per effetto della fusione mediante l'assegnazione di azioni in cambio di partecipazioni possedute da società che si estinguerebbero.

⁹⁹ Come sostenuto da ARDIZZONE in "*Le azioni proprie nella fusione e nella scissione*", SANTAGATA, in "*Le fusioni*" e LA PORTA, in "*Un "caso particolare" di fusione semplificata*" in *Rivista delle società*.

4.2 Il divieto e le azioni già proprie della società incorporante

Una breve precisazione deve essere fatta in luogo delle azioni proprie della società incorporante, indipendentemente che si tratti di azioni *già* proprie al momento della fusione o che diventino tali per effetto dell'operazione di aggregazione.

Tali situazioni non rientrano nel citato divieto ex art. 2504-*ter* in quanto al secondo comma non viene fatto nessun riferimento alle azioni proprie della società incorporante limitandosi esclusivamente ad indicare che “la società incorporante non può assegnare azioni o quote” in cambio di azioni soggette al divieto di assegnazione. In quest'ottica quindi il legislatore non si riferisce alle azioni proprie della società incorporante, ma alle azioni o quote da sostituirsi in cambio delle azioni della incorporante. Quindi, ciò che risulta vietato ai sensi dell'art. 2504-*ter* c.c. è l'acquisto delle azioni proprie delle società incorporate per effetto della fusione, mentre nel caso delle azioni già proprie dell'incorporante si verifica esattamente l'opposto, ovvero le azioni che prima della fusione erano di proprietà della società incorporante diventano di proprietà dei soci delle società incorporate¹⁰⁰.

4.3 Il divieto nel caso di possesso di azioni proprie mediante interposta persona

Il divieto espresso dall'art. 2504-*ter* c.c. estende le ipotesi contenute al primo e secondo comma anche nei casi di detenzione di azioni tramite *società fiduciaria* o *interposta persona*, ovvero le medesime ipotesi di detenzione previste dall'art. 2357 c.c., ultimo comma.

Nel caso di possesso di azioni tramite *società fiduciaria* è chiara l'applicazione del divieto, in quanto il rapporto intercorrente tra società e società fiduciaria è rappresentato da un contratto giuridico tipico facilmente qualificabile. Mentre nel caso di *interposta persona* questa chiarezza nel rapporto intercorrente tra questi due soggetti viene a mancare sia in riferimento ad una persona fisica, sia ad una persona giuridica e perciò è dubbia l'applicazione del divieto di assegnazione di azioni in quanto potrebbe essere sufficiente un generico accordo o incarico oppure un legame di qualunque natura in questa ipotesi.

In dottrina si ritiene che si debba dubitare l'applicazione del divieto in un caso di generico incarico se non vi siano precisi obblighi o diritti sulle azioni in questione. Di fatti, senza questi vincoli sulle azioni, le parti risulterebbero sostanzialmente autonome e distinte¹⁰¹.

Tuttavia, un altro orientamento potrebbe sostenere che gli articoli 2357 e 2504-*ter* c.c. siano funzionali ad ostacolare il verificarsi di situazioni di pericolo presunto.

¹⁰⁰ ARDIZZONE, “Le azioni proprie nella fusione e nella scissione”, *cit.*, p. 60.

¹⁰¹ ARDIZZONE, “Art. 2504-*ter*: divieto di assegnazione di azioni o quote” in *Trasformazione – Fusione – Scissione* a cura di BIANCHI, L. A., 2006.

Alla luce di ciò, e pur vero che questa presunzione non è sufficiente per la diretta applicazione delle sanzioni previste, ma può assumere il ruolo di indice in grado di determinare la realizzazione della fattispecie, in presenza di aggiuntivi elementi indiziari.

5. Il divieto di assegnazione di quote

A questo punto risulta interessante porre qualche considerazione sul motivo per il quale nell'art. 2504-ter il legislatore si riferisce indistintamente alle azioni o quote in rapporto al divieto di assegnazione, nonostante esistano notevoli differenze sia in relazione all'assegnazione sia allo scambio.

Innanzitutto, è utile ricordare che, come precedentemente visto nel primo capitolo, il possesso di quote proprie nelle società a responsabilità limitata è vietato in assoluto dall'art. 2474 c.c.

Infatti, ne consegue che il primo impedimento all'assegnazione di quote proprie nella fusione non sia riscontrabile nell'art. 2504-ter c.c. ma piuttosto dall'art. 2474 c.c., in quanto rappresenta una norma di portata generale per le società a responsabilità limitata. Banalmente, nel caso di fusione per incorporazione la S.r.l. incorporante scambiasse le quote proprie a fronte delle partecipazioni da essa detenute nella incorporata oppure nel caso di fusione per unione la S.r.l. risultante scambiasse proprie quote con partecipazioni detenute dalle stesse società coinvolte dall'operazione, si verificherebbe la situazione di detenzione quote proprie e perciò violerebbe il divieto espresso all'art. 2474 c.c.

Del resto, è la stessa *Relazione Ministeriale* in materia di attuazione delle Direttive *Terza* e *Sesta* che rileva che: “è [...] appena il caso di precisare che, sebbene la norma in esame riferisca indifferentemente alle “azioni o quote”, l'ipotesi del possesso di quote proprie da parte della società incorporata ovvero della società partecipante a una fusione in senso stretto non può verificarsi quella società sia una S.r.l., dato che l'art. 2483 c.c. [ora art. 2474 c.c.] vieta, com'è noto, alle società di questo tipo di acquistare quote proprie”¹⁰².

In molti sostengono che tale formulazione sia da ricondurre ad una “tecnica di redazione” ovvero la volontà del legislatore di evitare che si ricorresse ad una norma esterna alla regolamentazione della fusione per disciplinare l'assegnazione di quote.

Nonostante questa possibile soluzione al problema del significato del divieto di assegnazione di quote proprie, il tema risulta essere tutt'ora parecchio dibattuto.

¹⁰² Relazione Ministeriale alla Terza e Sesta Direttiva, citata in ARDIZZONE, *cit.*, p. 21 e ss.

6. Il rapporto di concambio e gli aspetti contabili nella fusione

Nell'operazione di fusione (o di scissione) uno dei momenti più delicati e importanti spettante agli amministratori è sicuramente la determinazione del rapporto di concambio, in quanto i soci delle società fuse (in caso di fusione propria) o incorporate (in caso di fusione per incorporazione) ricevono delle azioni dalla società risultante o incorporante in cambio delle azioni che questi posseggono nelle società che per effetto della fusione si estinguono.

D'altra parte, il rapporto di concambio costituisce l'elemento essenziale per definire l'entità della partecipazione nel capitale sociale della società risultante (o incorporante) dalla fusione da attribuire ai soci delle società partecipanti e, inoltre, per quantificare il grado di diluizione che i soci della incorporante subiranno per effetto dell'ingresso di nuovi soci¹⁰³.

Il rapporto di concambio esprime il numero di azioni della società risultante o incorporante che deve essere attribuito ai soci di ognuna delle società partecipanti alla fusione (società fuse o società incorporate) in cambio delle azioni che i soci possedevano nelle società fuse o incorporate estinte per effetto della fusione.

In altre parole, il concambio rappresenta il *peso partecipativo* che gli azionisti delle società estinte avranno per effetto della fusione nella compagine sociale della società risultante e che quindi deve essergli attribuito. In merito alla determinazione del rapporto di concambio, il legislatore ha previsto all'art. 2501-*ter* c.c. che tale attività venga esposta nel progetto di fusione, la cui redazione compete all'organo amministrativo, nel quale bisogna dare evidenza dei criteri tramite i quali il rapporto di concambio è stato determinato. Dovranno poi essere anche eventualmente evidenziate le difficoltà riscontrate nella fase di valutazione e di determinazione del rapporto di cambio nella Relazione accompagnatoria ai sensi dell'art. 2501-*quinqüies* c.c.

È importante ribadire il fatto che l'unità di misura ai fini della determinazione del rapporto di concambio è rappresentata dai singoli titoli azionari delle società coinvolte nella fusione e non, invece, dalle aziende nel loro complesso¹⁰⁴.

Per arrivare alla determinazione del rapporto di concambio e conseguentemente alla valutazione della congruità di tale stima è necessario compiere diversi passaggi che verranno esaminati senza pretesa di esaustività, ma al mero scopo di chiarire il processo per comprendere al meglio il procedimento in presenza di azioni proprie.

¹⁰³ PEROTTA e BERTOLI, "Le operazioni straordinarie – Conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione", Milano, Giuffrè Editore, 2015.

¹⁰⁴ I *Principi Italiani di Valutazione* indicano al Paragrafo IV.4.1 che tale precisazione è fondamentale soprattutto se si pensa ad un caso di fusione tra una società quotata e una non quotata dove diviene importante considerare il differente grado di liquidità dei titoli e non solo i valori dei patrimoni aziendali; "non rileva ai fini del rapporto di cambio come è distribuito il capitale delle due entità fra i soci, mentre rilevano i diritti patrimoniali ed amministrativi di ciascuna categoria di titoli".

Innanzitutto, è necessario partire dalla stima dell'effettivo valore da attribuire a ciascuna delle singole società partecipanti all'operazione di fusione ed eventualmente rettificare tale valore per tenere conto dei minori o maggiori benefici desumibili dalle singole società partecipanti (e, di conseguenza, dai soci di queste) per effetto della fusione. Tale valore stimato è di notevole importanza, in quanto è volto ad individuare l'entità dell'aumento di capitale attuato dalla società risultante dalla fusione (o dalla società incorporante) e, data la contrapposizione di interessi dei soci della incorporante (o risultante) e della incorporata (fusa), deve essere determinato in modo tale da assicurare che il concambio tra il patrimonio acquisito dalla incorporante e la partecipazione ottenuta dai soci della società incorporata sia congruo. Per congruità si intende quel valore che assicuri il temperamento dei differenti interessi e perciò, in sostanza, l'equivalenza della quota concambiata¹⁰⁵ in termini patrimoniali.

La legge non esige "l'esattezza matematica assoluta"¹⁰⁶ nella determinazione del rapporto di cambio in quanto, di fatto, risulterebbe impossibile determinare in modo univoco un rapporto di cambio, quest'ultimo dipende molto da valutazioni e stime che per definizione sono soggettive, viene piuttosto richiesta la congruità di tale stima. Non si pretende quindi un valore preciso, ma una banda di oscillazione entro il quale il valore sia considerato ragionevolmente opportuno.

Per tali ragioni, l'incongruità di tale rapporto sarà riscontrabile solo in quei casi in cui gli amministratori lo facciano ricadere al di fuori all'ammissibile banda valutativa delle società partecipanti alla fusione, potendo recare in questo modo un grave danno ai soci¹⁰⁷.

Una volta conclusa tale fase di stima, i valori risultanti verranno utilizzati per determinare il numero di azioni della società risultante (o incorporante) che dovranno essere attribuite ai soci delle società partecipanti all'operazione in proporzione alle quote in possesso nelle società estinte.

Inoltre, la legge prevede all'art. 2501-ter c.c. che possa essere attribuito anche un conguaglio in denaro al fine di semplificare il più possibile l'applicazione del rapporto di cambio, vengano tuttavia indicati i limiti quantitativi entro i quali bisogna sottostare¹⁰⁸ che impediscono di fatto l'alterarsi della natura non realizzativa dell'operazione di fusione.

L'art. 2504-bis c.c. stabilisce che il trasferimento delle attività e passività per effetto della fusione deve avvenire secondo il principio di *continuità dei valori contabili* e ciò potrebbe comportare una differenza contabile ogni qualvolta si presenti una discrepanza tra l'ammontare del patrimonio netto

¹⁰⁵ PEROTTA e BERTOLI, "Le operazioni straordinarie – Conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione", cit., p. 421.

¹⁰⁶ ZANETTI, "Manuale delle operazioni straordinarie", Torino, Eutekne, 2018.

¹⁰⁷ In questo senso di veda BUSANI, "Fusioni con concambio errato: al socio spetta il risarcimento", in *Il Sole 24 ore*, 2016.

¹⁰⁸ Il conguaglio in denaro non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o quote assegnate.

contabile della società fusa-incorporata nel patrimonio della società risultante-incorporante e la “contropartita contabile” che la società risultante-incorporata iscrive a fronte dell’acquisizione del suddetto patrimonio. Queste differenze prendono il nome di *avanzi* o *disavanzi* di fusione. La “contropartita contabile” nel caso di fusione per incorporazione è rappresentata dal valore contabile delle partecipazioni nelle società incorporate che verranno annullate dall’attivo patrimoniale della incorporante, mentre nel caso di fusione per unione è rappresentata dal valore contabile del capitale sociale che la società risultante assegna ai soci delle società fuse o incorporate (se la percentuale di partecipazione non è totalitaria) in concambio.

Com’è noto, gli *avanzi* e *disavanzi* di fusione possono avere una duplice origine. Da un lato, quando non intercorrono rapporti di partecipazione tra le società partecipanti all’operazione, possono derivare dal rapporto di cambio (c.d. *differenze da concambio*) o, più esattamente, dell’entità dell’aumento del capitale dell’incorporante a servizio della fusione o della determinazione del capitale della nuova società risultante dalla fusione, ad un livello minore o maggiore rispetto a quello rappresentato dalla somma dei capitali delle società partecipanti all’operazione. Detto in altri termini, quando l’entità dell’aumento di capitale della società incorporante o risultante dalla fusione è maggiore del valore contabile netto trasferito dalla società fusa o incorporata si verificherà un *disavanzo da concambio*; viceversa, quando l’aumento di capitale è in misura minore rispetto al valore contabile netto delle società fuse o incorporate si avrà un *avanzo da concambio*.

In dottrina, si è cercato di dare un significato economico alla differenza da concambio partendo dal fatto che “deriva normalmente dalla mancata coincidenza nei rapporti fra valori economici effettivi e valori contabili dei patrimoni netti delle società interessate e dal rapporto esistente, alla data di efficacia della fusione, tra il capitale sociale dell’incorporante e patrimonio netto contabile dell’incorporata”¹⁰⁹.

Dall’altro lato, gli *avanzi* o *disavanzi* di fusione possono derivare, appunto, dall’annullamento delle azioni o quote di alcune delle società fuse possedute da altre (*differenze da annullamento*) ed è proprio questo il caso d’interesse.

Nella sostanza, il valore delle partecipazioni che la società incorporante ha iscritto all’attivo dello stato patrimoniale, deve essere eliminato dal bilancio a fronte dell’iscrizione delle attività e delle passività della società incorporata nel momento in cui si verificano gli effetti contabili dell’operazione di fusione. Se il valore delle partecipazioni annullate presente nell’ultimo bilancio della società

¹⁰⁹ Documento OIC 4 – Fusione e Scissione. Non mancano le opinioni secondo cui tali differenze non rappresentano altro che “poste di pareggio contabile”, come sostenuto da PEROTTA, “*Le valutazioni di fusione – Problemi di calcolo economico e di rappresentazione*”, citato in ZANETTI, “*Manuale delle operazioni straordinarie*”, p. 639.

incorporante è superiore rispetto al valore contabile netto della frazione di patrimonio netto dell'incorporata ceduto all'incorporante si avrà un *disavanzo da annullamento*; nel caso contrario, ovvero quando il valore della partecipazione dell'incorporata è inferiore alla frazione di patrimonio netto trasferita, si avrà un *avanzo da annullamento*.

Quanto al significato economico delle differenze da annullamento, si deve tenere presente che l'iscrizione delle partecipazioni normalmente avviene al costo di acquisto delle stesse. Perciò, il disavanzo da annullamento indica l'esteriorizzazione nella contabilità della incorporante dei plusvalori latenti nella contabilità dell'incorporata sotto forma di partecipazione. L'avanzo da annullamento, invece, esprime l'esteriorizzazione nella contabilità della incorporante dell'accrescimento patrimoniale derivante dal "buon affare" realizzato in sede di acquisizione della partecipazione per un valore inferiore alla corrispondente quota di patrimonio netto contabile della partecipata, quale risultante alla data di decorrenza contabile della fusione.

L'esistenza di queste differenze da annullamento di azioni che la società incorporante deteneva nella incorporata è del tutto *fisiologica*, in quanto, essendo iscritte al costo di acquisto, è difficile che tali partecipazioni vengano acquistate ad un prezzo che sia esattamente il valore ottenuto dalla moltiplicazione del patrimonio netto della società incorporata e la percentuale di partecipazione (ovvero il valore contabile) e, anche se tale coincidenza avvenisse, la continua evoluzione dell'attività d'impresa porterebbe ad una naturale divergenza di tali valori¹¹⁰.

Ai sensi dell'art. 2504-*bis*, comma 4 del Codice Civile, il disavanzo che si verifica per effetto del rapporto di concambio stabilito deve essere imputato, ove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione e, per differenza e nel rispetto delle condizioni previste all'art. 2426, n. 6, c.c. ad avviamento. Nel caso contrario, l'avanzo deve essere imputato in un'apposita voce del patrimonio netto, oppure, qualora l'avanzo sia riconducibile alla previsione di risultati economici sfavorevoli, in un'apposita voce del passivo nell'ambito dei *fondi per rischi ed oneri*.

6.1 Il rapporto di concambio e il divieto di assegnazione di azioni proprie

Nel caso in cui le società partecipanti all'operazione di fusione posseggano delle azioni proprie o ci siano dei rapporti partecipativi, tale procedura appena esposta per la determinazione del rapporto di concambio dovrà tenere conto dei riflessi che discendono dal divieto di assegnazione di azioni proprie

¹¹⁰ SERRA & SPOLIDORO, "Fusioni e scissioni di società – Commento al d.lg. 16 gennaio 1991 n. 22", Torino, Giappichelli Editore, 1994, p. 180.

ex art. 2504-ter c.c. Infatti, nonostante l'opinione contraria di De Petra¹¹¹, si può affermare senza dubbio riferendosi al contenuto letterale di tale articolo che, nel momento in cui la società incorporata-fusa possiede azioni proprie oppure la società incorporante possiede azioni o quote della società incorporata, tali azioni non abbiano il diritto di concambio in azioni della società risultante-incorporante, come già spiegato precedentemente. In altri termini, se le suddette azioni non hanno il diritto di concambio, questo diritto non può "accrescersi" ai soci¹¹² e quindi la tesi di De Petra secondo cui sia dubbia se far ricadere il divieto di assegnazione in capo alla società oppure ai soci delle società partecipanti, nonostante lo studio approfondito e dettagliato sulla norma, risulta poco convincente. Come visto finora, la norma in questione si introduce nella più ampia disciplina di tutela dell'effettività del capitale sociale in quanto è finalizzata ad evitare situazioni nelle quali il concambio dell'operazione di fusione causerebbe un grave effetto di annacquamento del patrimonio sociale. Tale effetto diluitivo è facilmente comprensibile se si considera, per esempio, il caso di fusione tra due società in cui la società incorporata è interamente controllata dall'incorporante. Infatti, in questa ipotesi, se non esistesse il citato divieto di assegnazione, la società incorporante, da un lato, acquisterebbe direttamente il patrimonio della società incorporata (nonché controllata), e dall'altro, acquisirebbe azioni proprie in concambio delle azioni indicative il capitale della incorporata, che non sono altro che l'espressione indiretta dello stesso patrimonio acquisito¹¹³. Per chiarezza verranno analizzati i trattamenti contabili in presenza di azioni proprie partendo dalla prima casistica, ovvero le azioni già proprie al momento della fusione (le azioni proprie delle società incorporate o delle società fuse) e, successivamente, le azioni che diventerebbero potenzialmente proprie per effetto dell'operazione di fusione (le partecipazioni della società incorporata di proprietà dell'incorporante) se non fosse presente nell'ordinamento il divieto di assegnazione.

6.1.1 Le azioni già proprie prima della fusione

Innanzitutto, per analizzare gli aspetti contabili della fusione nel caso in cui le società fuse o incorporande detengano azioni proprie in portafoglio è necessario ribadire che le azioni proprie sono iscritte in bilancio tra le voci di patrimonio netto nella riserva negativa per azioni proprie in portafoglio (come precedentemente visto nel capitolo primo) e, quindi, non sono iscritte all'attivo patrimoniale come un tempo avveniva.

¹¹¹ Tale opinione deriva da uno studio molto approfondito della norma in "Azioni proprie e diritto di concambio nel d.lg. n. 22/91 e adeguamento alla III Direttiva C.E.E. in materia di fusioni societarie" in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 1992, pp. 207-260.

¹¹² SERRA & SPOLIDORO, "Fusioni e scissioni di società", *op. cit.*, p. 149.

¹¹³ PEROTTA & BERTOLI, "Le operazioni straordinarie – Conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione", p. 346.

Ciò che è chiaro è che risulta illegittimo considerare le azioni proprie prima della fusione tra quelle conteggiate ai fini del calcolo del rapporto di concambio, ma non è altrettanto chiara la sorte di queste azioni nella valutazione contabile-patrimoniale.

Prima dell'introduzione del D.Lgs. 139/2015, secondo cui le azioni proprie non vanno iscritte nell'attivo patrimoniale ma nella riserva negativa per azioni in portafoglio considerando a tutti gli effetti l'operazione di acquisto di azioni proprie come un rimborso di capitale anziché un investimento, la questione essenziale interpretativa era quella di stabilire se e con quali criteri, in sede di determinazione del valore delle società partecipanti alla fusione, dovesse essere sottratto il valore corrispondente a quello delle azioni proprie¹¹⁴. Nella realtà, l'ipotesi che le valutazioni di fusione dovessero "stornare" il valore corrispondente a quello delle azioni proprie assumeva fondamento limitato, essendo verosimile (almeno per le società con azioni quotate) che gli amministratori della società incorporata cercassero di "monetizzare" le azioni proprie, stante il fatto che queste azioni al momento in cui la fusione avrebbe acquistato efficacia, sarebbero diventate necessariamente prive di valore¹¹⁵.

Oggi, la presenza della riserva negativa per azioni in portafoglio si traduce nella sostanza in una diminuzione del patrimonio netto di chi le possiede (nel caso in esame delle società incorporande o fuse) e, perciò, il valore del patrimonio netto risulta essere già stornato dal valore delle azioni proprie. Per tale ragione, puramente ragionieristica, il patrimonio da considerare al fine della determinazione del rapporto di concambio non necessita quantitativamente di aggiustamenti. Eventualmente gli amministratori potrebbero procedere prima dell'operazione di fusione all'alienazione delle azioni proprie così da "monetizzare" le azioni ed eliminare la riserva negativa per azioni proprie in modo da aumentare il patrimonio netto.

Tale possibilità crea due differenti quesiti: da un lato, se l'organo amministrativo debba o meno indicare la sorte delle azioni proprie (ad esempio, venderle a terzi oppure procedere con l'annullamento) già in sede di progetto di fusione, o perlomeno se nel determinare il rapporto di concambio si debba tener conto di criteri adeguati alle diverse prospettive¹¹⁶; dall'altro, se gli amministratori delle società che detengono azioni rientranti nell'art. 2504-ter c.c. abbiano l'obbligo di astenersi dal compimento di operazioni sulle medesime azioni, una volta deciso di procedere al loro annullamento, o se invece sia sufficiente la "corrispondenza tra il numero o l'entità delle azioni o quote che si è dichiarato di voler annullare senza concambio ed il numero o l'entità delle azioni o

¹¹⁴ BIANCHI, "La congruità del rapporto di cambio nella fusione", Milano, Il Sole 24 Ore, 2002.

¹¹⁵ SPOLIDORO, "Incorporazione della controllante nella controllata e leveraged buy-out", cit. 150, citato in BIANCHI, "La congruità del rapporto di cambio nella fusione", Milano, Il Sole 24 Ore, 2002.

¹¹⁶ Come sostenuto da MARCHETTI, "Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni" in *Rivista del notariato*, 1991, pp. 17-51.

quote che, al momento in cui la fusione diventerà efficace, risulteranno appunto da annullare senza concambio”¹¹⁷.

In dottrina, la tesi prevalente propende, quanto al primo punto, di dare evidenza sulle intenzioni degli amministratori circa la sorte delle azioni proprie in quanto ritenuta “impossibile oggettivamente” l’ipotesi di lasciare indeterminato il rapporto di concambio. In merito al secondo punto, invece, la dottrina sembra preferire l’ipotesi più liberale per la società, in quanto “il rapporto di cambio non può pretendere di esser fondato su dati immutabili e può (anzi, deve) tener conto anche degli eventuali sviluppi dinamici del patrimonio delle società coinvolte, che possono dipendere anche dalle attività di *trading* delle azioni proprie e delle altre partecipazioni eventualmente possedute”¹¹⁸.

6.1.2 Le azioni potenzialmente proprie

Il discorso ora si sposta sulla questione inerente al trattamento delle azioni emesse dalla società incorporata e possedute dalla società incorporante che, in riferimento all’art. 2504-*ter*, comma 2, c.c. sono soggette ad annullamento in quanto, in mancanza di tale previsione, diventerebbero azioni proprie della incorporante. In caso contrario infatti, si verificherebbe la situazione in cui la società incorporante riceve delle azioni da essa stessa emesse (e quindi proprie) in sostituzione di azioni possedute nella società incorporata-partecipata al pari di qualsiasi altro socio della stessa incorporata. Qui, però, si pone una differenza rispetto al paragrafo precedente ovvero, è senz’altro vero che le azioni *potenzialmente proprie* non hanno diritto al concambio *ex lege*, ma contribuiscono alla composizione del patrimonio della società che le possiede tra le proprie attività.

Quanto al contributo della partecipazione della incorporante nella incorporata è da ritenersi che queste azioni non devono concorrere alla valutazione della incorporante in quanto rappresentano un capitale (della società incorporata) che per effetto della fusione viene ad estinguersi e per tale motivo, privo di valore. Quindi, al momento della fusione, la società incorporante procederà all’eliminazione in contabilità delle partecipazioni possedute nella incorporata, a fronte dell’iscrizione del valore contabile del patrimonio della società incorporata.

Il punto è che, se non ci fosse il divieto espresso dall’art. 2504-*ter* c.c., per effetto della fusione si verificherebbe una duplicazione dei valori in quanto la società incorporante si troverebbe nell’attivo sia l’iscrizione del valore delle partecipazioni nella controllata-incorporata e, contemporaneamente, l’iscrizione dei componenti dell’attivo e del passivo della medesima società.

Dunque, si può ritenere che l’annullamento delle partecipazioni presenti nel bilancio della società incorporante prima dell’operazione sia giustificato, non tanto dal divieto di assegnazione in senso

¹¹⁷ SERRA & SPOLIDORO, “*Fusioni e scissioni di società*”, *op.cit.*, p. 150.

¹¹⁸ SERRA & SPOLIDORO, “*Fusioni e scissioni di società*”, *op. cit.*

stretto quale manifestazione delle tutele in merito all'acquisto di azioni proprie ma, piuttosto, trovi giustificazione nell'esigenza di evitare che si crei una situazione in cui è presente un possesso di azioni proprie completamente prive di una copertura patrimoniale.

In altre parole, se non sussistesse un divieto al concambio, si verificherebbe in capo alla società incorporante un effetto diluitivo del patrimonio sociale derivato dall'assegnazione a sé stessa di azioni proprie a fronte dell'acquisto del patrimonio della società incorporata che però già faceva parte del patrimonio dell'incorporante (in tutto o in parte, in base alla quota di partecipazione). In questo modo, il riconoscimento di un concambio da parte dell'incorporante rappresenterebbe, in sostanza, “un conferimento a favore di elementi patrimoniali già posseduti dall'incorporante”¹¹⁹.

7. Le conseguenze del divieto

Dagli effetti del divieto di assegnazione di azioni proprie discendono alcuni obblighi di tipo informativo e di comportamento a capo degli amministratori delle società coinvolte nell'operazione di fusione.

Innanzitutto, gli amministratori oltre all'obbligo di spiegare e giustificare nella *relazione dell'organo di amministrazione* ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* c.c., il progetto di fusione devono anche illustrare i criteri e le valutazioni effettuate ai fini della determinazione del rapporto di concambio determinato. Quanto a quest'ultimo aspetto è necessario che gli amministratori informino quanto incida il divieto di assegnazione sull'operazione, in particolare, sulla determinazione del rapporto di concambio, sulle azioni assegnate alle società fuse o incorporate di proprietà della società risultante o della incorporante. Infatti, il citato divieto, come visto nel precedente paragrafo, siccome condiziona sia in relazione al rapporto di concambio sia sulle modalità di assegnazione delle azioni per soddisfare il concambio stesso, ha notevole importanza e deve essere data adeguata informativa nel progetto di fusione.

Un altro punto importante circa la responsabilità e le competenze degli amministratori in merito alla fusione è l'art. 2502, comma 2, c.c. che stabilisce che “la decisione di fusione può apportare al progetto [...] solo le modifiche che non incidono sui diritti dei soci e dei terzi”; mettendo quindi al centro la tutela degli interessi dei soci e dei terzi, in quanto il rapporto di concambio risulta essere un aspetto che riguarda i diritti di quest'ultimi.

In quest'ottica, quindi, come già anticipato, è richiesta ampia informazione da parte degli amministratori sull'intenzione di vendere a terzi o annullare le azioni soggette al divieto di

¹¹⁹ PEROTTA & BERTOLI, “Le operazioni straordinarie – Conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione”, cit. 347 e come evidenziato da DE PETRA, “Azioni proprie e diritto di concambio nel d.lg. n. 22/91 e adeguamento alla III direttiva C.E.E. in materia di fusioni societarie”.

assegnazione nel momento precedente a quello della fusione, questo per rendere chiari gli effetti sul rapporto da concambio. In molti sostengono che in questi casi sia ammissibile la possibilità di indicare una pluralità di rapporti di cambio in base alla concretizzazione dei diversi casi¹²⁰.

Oltre agli obblighi informativi, all'organo di amministrazione ha anche obblighi di natura comportamentale, in quanto hanno il divieto di compiere delle operazioni sulle partecipazioni in contrasto con la disciplina della fusione ed in particolare del divieto ai sensi dell'art. 2504-ter, c.c.; infatti, gli amministratori devono astenersi dal compimento di operazioni che non siano supportate da adeguata informativa nella documentazione ante fusione, e da tutte le operazioni che potrebbero essere lesive degli interessi dei soci e dei terzi.

Nel caso in cui, l'organo amministrativo violi il divieto di assegnazione, e di conseguenza si verifichi il possesso di azioni proprie da parte della società incorporante o risultante nella fusione, bisognerà tenere conto sia della disciplina generale delle azioni proprie (art. 2357, comma 4, c.c.) sia dalla fusione (2504-quater, c.c.).

Innanzitutto, il fatto che venga violato il citato divieto di assegnazione è soggetto al meccanismo di salvaguardia previsto ai sensi dell'art. 2504-quater in quanto tale norma è inserita nella disciplina delle fusioni. Quindi, alla luce di ciò, nel momento in cui l'atto di fusione risulti iscritto nel registro delle imprese non è più possibile richiederne l'invalidità e per tale ragione si dovrà procedere alla alienazione o all'annullamento delle azioni proprie che sono state assegnate in violazione dell'art. 2504-ter c.c.

Tale previsione viene applicata indipendentemente dal superamento o meno dei limiti imposti nella generale disciplina delle azioni proprie e, in ogni caso resta ferma la responsabilità degli amministratori sia di natura civile sia di natura penale (artt. 2392 ss. e 2628 c.c.) per aver compiuto un atto illecito.

8. Le azioni proprie nella fusione inversa

La *fusione inversa* è una fusione per incorporazione in cui la società controllante viene incorporata dalla società controllata, a prescindere dal fatto che il grado di partecipazione determini l'esistenza di un rapporto di controllo tra le società¹²¹. Si tratta, in sostanza, dell'ipotesi in cui la società incorporata possiede delle azioni della società incorporante prima della fusione, che per effetto

¹²⁰ SANTAGATA, in "Le fusioni" in *Trattato delle società per azioni*, Torino, UTET, 2004.

¹²¹ SPOLIDORO, "Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa" in *Rivista delle società*, 2000, p. 15.

dell'operazione stessa, sono destinate a divenire azioni proprie (della società incorporante-partecipata).

Da notare che la fattispecie in esame riguarda, solamente, la fusione per incorporazione, in quanto, nella fusione per unione le partecipazioni incrociate (vedi § 4.1) ricadono nella disciplina delle fusioni ed in particolare nel divieto di assegnazione ai sensi dell'art. 2504-ter, comma 1, c.c. Infatti, come già accennato all'inizio del capitolo, la *fusione inversa* viene ricompresa all'interno della disciplina delle azioni proprie (artt. 2357 ss. c.c.) in quanto fattispecie contemplata all'art. 2357-bis, comma 1, n. 3, c.c.

Il trattamento delle azioni proprie nella fusione inversa è differente rispetto a quanto visto finora nell'ipotesi di fusione "classica" e questa divergenza viene tradizionalmente giustificata dal fatto che in questa fattispecie si è in presenza di un caso di acquisto e non di creazione di azioni proprie. Si tratta di una fattispecie di fusione piuttosto complessa di cui gli elementi costitutivi¹²² sono:

- il rapporto di partecipazione tra le società partecipanti alla fusione;
- l'esecuzione della fusione con il metodo dell'incorporazione;
- l'incorporazione della società partecipante nella società partecipata.

In questo modo, quindi, la società partecipata-incorporante acquisisce le attività e le passività della società controllante-incorporata.

Le motivazioni alla base della scelta dell'organo di amministrazione di effettuare una fusione inversa anziché optare per la classica fusione (per incorporazione o unione) sono sostanzialmente riconducibili a cause di tipi organizzativo ovvero alla volontà di non estinguere la società partecipata¹²³.

Infatti, spesso accade che la società che detiene le partecipazioni sia una *holding* che all'attivo presenta solo le partecipazioni nella partecipata (questo è il caso della fusione c.d. *rovesciata* quando sussiste una partecipazione totalitaria), mentre quest'ultima sia la società operativa titolare di rapporti giuridici (quali ad esempio: licenze, autorizzazioni, beni, etc.) la cui trasmissibilità sia difficoltosa se non addirittura impossibile, oppure semplicemente molto onerosa. Alla luce di tutte questi rapporti in essere in capo della società controllata, l'ipotesi di procedere alla fusione inversa rispetto alla fusione "classica" risulta la soluzione più "snella" dal punto di vista contabile e amministrativo¹²⁴. Lo stesso OIC 4 – *Fusione e scissione* indica che le ipotesi di maggiore interesse sono quelle in cui la società partecipante esercita un controllo sulla società partecipata.

¹²² ARDIZZONE, "Le azioni proprie nella fusione e nella scissione", cit., p. 117.

¹²³ ZANETTI, "Manuale delle operazioni straordinarie"

¹²⁴ Si pensi, ad esempio, alle comunicazioni ai clienti e ai fornitori, le volture di autorizzazioni e licenze ed al subentro nei rapporti contrattuali, come indicato nel Documento OIC 4 – *Fusione e scissione*.

Da notare che la decisione di effettuare una fusione inversa non necessariamente implica l'acquisto delle azioni proprie, come meglio verrà precisato più avanti, e perciò non rappresenta un connotato imprescindibile dell'operazione in esame. Infatti, le società partecipanti all'operazione di fusione possono decidere di attuare questa operazione senza ricorrere all'acquisto di azioni proprie e, per la precisione, tale modalità è obbligatoria qualora la società incorporante non sia una società azionaria in quanto vige il divieto di acquisto di quote proprie previsto dall'art. 2474 c.c.

In quest'ottica, le azioni della società partecipata-incorporante possedute dalla società partecipante-incorporata possono essere assegnate ai soci della società stessa anziché procedere all'aumento di capitale della incorporante.

Per quanto riguarda la disciplina della fusione inversa, a parte la questione del trattamento delle azioni proprie che vengono a crearsi per effetto dell'operazione, si richiamano tutti gli articoli previsti per la fusione "classica" e perciò anche il trattamento delle differenze da fusione è il medesimo rispetto a quanto visto precedentemente.

8.1 Le deroghe alle limitazioni dell'art. 2357 c.c. in caso di fusione inversa

L'art. 2357-*bis*, come già accennato nel primo capitolo, consente di derogare alla disciplina generale sull'acquisto di azioni proprie in alcuni casi speciali, fra cui la fusione. L'unica limitazione che permane, a cui non è consentito quindi derogare, è il possesso di azioni proprie superiore al limite consentito di un quinto del capitale sociale; nel caso in cui tale norma sia violata si deve procedere, per la parte eccedente tale limite, alla sua alienazione entro il termine di tre anni e se ciò non dovesse avvenire si deve procedere al loro annullamento e alla corrispondente diminuzione del capitale sociale.

La prima deroga che viene acconsentita dall'ordinamento rispetto alle limitazioni contenute all'art. 2357 c.c. in merito all'acquisto di azioni proprie (si veda capitolo I, § 4) riguarda il limite quantitativo degli utili distribuibili e delle riserve disponibili; ciò significa che può avvenire un acquisto di azioni proprie per un'entità superiore a quelle presenti nelle riserve disponibili e utili distribuibili della società incorporante. Quello che sembra essere importante in tale fattispecie è che tali azioni divengono proprie solamente per effetto della fusione in quanto, inizialmente, quando la società partecipante-incorporata le acquista non sono proprie (sono l'espressione di un rapporto partecipativo nella società partecipata-incorporante), e diventando proprie solo nel momento in cui avviene l'incorporamento della prima società nella seconda.

La seconda deroga alla disciplina dell'acquisto di azioni proprie riguarda il divieto di acquisto di azioni non interamente deliberate. Anche in questo caso la deroga trae origine dalla divergenza tra il soggetto che inizialmente acquista le azioni e il soggetto che le emette che, per effetto della fusione, acquisisce le azioni proprie ed eventualmente decide di mantenerle¹²⁵.

Ciò crea a capo della società che incorpora la società partecipante una coincidenza della posizione creditoria e debitoria dei conferimenti residui e questo ha generato negli anni diverse perplessità sulla valenza della citata deroga nel momento successivo all'acquisto delle azioni proprie per effetto dell'operazione di fusione.

In dottrina, si è cercato di fare chiarezza sulla ratio del divieto derogato nel caso di fusione inversa¹²⁶ nell'individuazione del giusto trattamento nel caso in cui la società incorporante-partecipata decida di mantenere il possesso delle azioni proprie. Da una parte, si pone la possibilità che il credito da conferimento sopravviva anche dopo la fusione, dall'altro, si pone la possibilità che la posizione debitoria e quella creditoria in capo alla società vengano estinte per confusione. La tesi prevalente ritiene che la posizione che il credito della società a titolo di residuo conferimento si estingua per confusione nel momento di efficacia dell'operazione.

La terza deroga riguarda l'obbligo di preventiva autorizzazione da parte dell'assemblea sull'acquisto di azioni proprie ai sensi dell'art. 2357, comma 2, c.c.¹²⁷.

La ragione di tale deroga è da ricondursi al fatto che la società incorporante-partecipata acquista le azioni proprie per effetto della fusione e, siccome l'operazione di fusione necessita della delibera dell'assemblea, si ritiene che l'autorizzazione all'acquisto sia di fatto assorbita dalla delibera riguardante la fusione (artt. 2502 ss. c.c.).

In altre parole, la decisione in merito all'acquisto di azioni proprie è inglobata in quella riguardante l'operazione di fusione, in quanto è per effetto della fusione che si verifica l'acquisto e l'eventuale possesso delle azioni. Di conseguenza, l'organo amministrativo avrà il compito di includere l'informativa circa l'acquisto di queste azioni nella documentazione dell'operazione di fusione e così procedendo, risulta chiaro che "tale specifica informativa non deve essere considerata quale autonoma condizione di validità dell'operazione"¹²⁸.

¹²⁵ ARDIZZONE, "Le azioni proprie nella fusione e nella scissione", *cit.*, p. 139.

¹²⁶ Per il ragionamento della normativa derogata si veda SABATELLI, "Deroghe alla disciplina che regola l'acquisto di azioni proprie" in *La seconda direttiva CEE in materia societaria*, a cura di BUTTARO & PATRONI, Milano, 1984, p. 288 ss.

¹²⁷ SABATELLI, "Le operazioni sulle azioni proprie disciplinate", in *Problemi in tema di formazione del capitale e operazioni sulle azioni proprie*, Napoli, Edizioni Scientifiche Italiane, 1993.

¹²⁸ ARDIZZONE, "Le azioni proprie nella fusione e nella scissione", *cit.*, p. 145.

8.2 Le diverse modalità di attuazione della fusione inversa

La fusione inversa può essere effettuata secondo tre modalità differenti, le quali trattano le azioni proprie in modo diverso, e la decisione sulla tipologia da attuare deve essere resa esplicita nel progetto di fusione ai sensi dell'art. 2501-ter, comma 1, n. 4, c.c. secondo cui si deve dare evidenza delle modalità di assegnazione delle azioni o delle quote. Le modalità sono le seguenti:

- la prima modalità prevede l'acquisto e il mantenimento delle azioni proprie in capo alla società partecipata-incorporante; in questa situazione la società partecipata-incorporante acquisisce e decide di mantenere le azioni da essa emesse, che fino al momento della fusione erano di proprietà della società partecipante-incorporata. Ovviamente la detenzione di azioni proprie deve sottostare al limite quantitativo della quinta parte del capitale della società incorporante e la parte eccedente deve essere alienata o annullata;
- la seconda modalità prevede l'acquisto e il contestuale annullamento delle azioni proprie. Quindi al momento della fusione la società partecipata-incorporante acquisisce le azioni proprie e contestualmente provvede all'annullamento di esse con la conseguente riduzione del capitale sociale, deliberando altresì l'aumento di capitale a servizio della fusione con assegnazione di azioni di nuova emissione ai soci della società partecipante-incorporata¹²⁹.
- la terza modalità prevede l'assegnazione diretta ai soci della società incorporata in concambio delle azioni da essi possedute *ante* fusione in quest'ultima società; in questo modo si verifica un meccanismo di sostituzione¹³⁰ senza transitare nel patrimonio della società partecipata-incorporante.

8.3 La contabilizzazione delle azioni proprie nella fusione inversa

Per comprendere la contabilizzazione in caso di fusione inversa è necessario partire dall'analisi della normativa applicabile alle azioni proprie partendo da quanto indicato dall'Organismo Italiano di Contabilità – OIC 4 in materia di fusioni e scissioni che individua due orientamenti:

- il primo, secondo cui l'operazione genera un acquisto di azioni proprie e per tale motivo è necessario istituire una riserva per le azioni proprie in portafoglio; per contro, non sarebbe possibile realizzare una fusione inversa se nel patrimonio dell'incorporante-partecipata non ci sia un ammontare sufficiente a stanziare tale riserva¹³¹;

¹²⁹ GAREGNANI, "Note in tema di rappresentazione in bilancio dei valori originati nelle operazioni di fusione inversa", in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 2008, pp. 863-887.

¹³⁰ SANTAGATA, "Le fusioni", p. 169.

¹³¹ Questo orientamento trae origine dalla sentenza del Tribunale di Milano, Decreto del 4 maggio 1999, con nota anche di SPOLIDORO in "Le Società" n. 3/2000, così massimata: "Anche in presenza di operazioni di fusione, ove emerga un acquisto di azioni proprie, è imprescindibile la costituzione di una riserva pari all'importo di dette azioni, ai sensi del

- il secondo che contrariamente ritiene che nella fusione inversa non si verifichi un acquisto di azioni proprie e perciò l'art. 2357-ter, comma 3, c.c. non sia da applicare in quanto si verificherebbero una delle modalità esaminate al paragrafo 8.2¹³².

Queste soluzioni di natura dottrinale e giurisprudenziale devono essere riconsiderate alla luce della nuova disciplina vigente introdotta con il D. Lgs. n. 139/2015 che ha modificato l'art. 2357-ter, comma 3, c.c. secondo cui l'acquisto di azioni proprie comporta una riduzione del patrimonio netto mediante l'iscrizione al passivo della *Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio*.

Quindi, alla luce di questa modifica è lecito chiedersi cosa accade nel caso in cui il valore delle azioni proprie acquistate a seguito della fusione superasse quello del patrimonio netto della incorporante post-fusione qualora la fusione inversa preveda l'annullamento delle azioni proprie¹³³.

La dottrina ritiene che nel momento in cui è indicato il valore delle azioni proprie che verranno annullate, le riserve disponibili e gli utili distribuibili ritorneranno ad essere disponibili per l'ammontare pari al prezzo di acquisto delle azioni proprie, con la precisazione che:

- se il prezzo di acquisto ovvero l'importo iscritto nella *Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio* è pari al valore nominale delle azioni proprie annullate ciò provoca solamente la diminuzione del capitale sociale;
- se il prezzo di acquisto (di conseguenza anche la *Riserva negativa per azioni proprie*) è maggiore al valore nominale delle azioni proprie annullate, il loro annullamento provoca, contestualmente alla diminuzione del capitale sociale, anche una riduzione delle Riserve Utilizzate pari alla differenza tra la *Riserva negativa per azioni proprie* e il valore nominale delle azioni annullate;
- se il prezzo di acquisto (di conseguenza anche la *Riserva negativa per azioni proprie*) è inferiore al valore delle azioni proprie annullate, il loro annullamento provoca, contestualmente alla diminuzione del capitale sociale, anche un incremento delle Riserve Utilizzate¹³⁴ pari alla differenza tra il valore nominale delle azioni proprie annullate e la *Riserva negativa per azioni proprie*.

comma 3 dell'art. 2357-ter del Codice Civile o, comunque, che il patrimonio netto della società incorporante contenga valori corrispondenti a tale riserva”.

¹³² Tale orientamento giurisprudenziale trae origine dalla sentenza della Corte di Appello di Venezia, Sentenza del 14 dicembre 1995 la cui massima prevede “Nella fusione per incorporazione in cui l'incorporanda è unico socio dell'incorporante, l'intero capitale di quest'ultima a seguito dell'annullamento dell'intero capitale sociale della prima, che si estingue, viene intestato ai soci dell'incorporanda, nella stessa misura delle quote da loro possedute nell'incorporanda medesima, anteriormente alla fusione. Pertanto, realizzandosi l'annullamento della partecipazione istantaneamente all'atto della fusione, non può parlarsi in senso proprio di trasferimento di quote e quindi di acquisto di proprie quote da parte della società incorporante”.

¹³³ Per ulteriori approfondimenti vedere la massima del Consiglio Notarile di Milano del 17 maggio 2016, n. 146 - Riserva negativa azioni proprie: effetti in caso di annullamento delle azioni proprie (artt. 2357-ter, 2424 e 2424-bis c.c.).

¹³⁴ In alternativa è possibile anche creare una nuova riserva disponibile.

Quindi, in base a quanto espresso dalle massime notarili, la dottrina ritiene che nel caso in cui il valore delle azioni proprie sia superiore al patrimonio netto della società partecipata-incorporante, l'unica soluzione praticabile sarebbe quella dell'assegnazione delle azioni proprie con la modalità dell'annullamento delle medesime. Nel caso in cui, si ritenesse necessaria l'esistenza di riserve disponibili per un ammontare almeno pari a quello del valore delle azioni proprie, l'operazione di fusione inversa non potrebbe essere attuata¹³⁵.

9. Le azioni proprie nel bilancio consolidato

Il bilancio consolidato è lo strumento per rappresentare la situazione economica, patrimoniale e finanziaria di gruppi di imprese visto come unico complesso economico unitario¹³⁶. La rappresentazione di sintesi dell'intera economia del gruppo, derivante dal bilancio consolidato, permette di "far cadere lo schermo giuridico"¹³⁷ che esiste tra le varie entità che appartengono al gruppo. Il bilancio consolidato è un bilancio di *secondo livello* ottenuto dal raggruppamento dei valori espressi nei bilanci individuali delle varie unità aziendali, ma non si tratta di una mera sommatoria dei valori dei singoli bilancio; è necessario procedere con elisioni, interpretazione e rettifiche delle poste al fine di ottenere una rappresentazione del gruppo parimenti alla situazione in cui fosse costituito da un'unica azienda.

In quest'ottica, risulta interessante dare uno sguardo alla disciplina prevista per il trattamento contabile delle azioni proprie nel bilancio consolidato, qualora una delle società appartenenti al gruppo abbia acquistato tali azioni. Per comprendere meglio il trattamento contabile e la relativa rappresentazione nel bilancio consolidato è necessario fare un breve cenno alla contabilizzazione nel caso di acquisto di azioni da parte della società controllata dagli azionisti di minoranza. Successivamente, verrà esaminata la disciplina nel caso di possesso di azioni proprie.

9.1 L'acquisto di azioni o quote da parte della controllata

In un gruppo può accadere che la società che controlla un'altra possa, ad un certo punto, decidere di aumentare la sua interessenza acquisendo ulteriori quote di partecipazioni per rafforzare il proprio controllo. Tale acquisto definito anche *step up*¹³⁸ spesso è attuato per trarre maggiori benefici

¹³⁵ SALVADEO & PUCCI, "Un esempio pratico di fusione inversa e le implicazioni ai fini ACE" in *Amministrazione & Finanza*, n. 10/2016, pp. 27-34.

¹³⁶ SÒSTERO, CERBIONI & SACCON, "Bilancio consolidato: disciplina nazionale e IFRS", Milano, McGraw-Hill, 2018.

¹³⁷ SÒSTERO, CERBIONI & SACCON, "Bilancio consolidato: disciplina nazionale e IFRS", p. 10.

¹³⁸ BERTONI, "Bilancio consolidato", p. 29.

dall'attività svolta dalla società controllata o per rafforzare il rapporto di consolidamento tra le due società in vista, ad esempio, di una fusione.

Quanto alla contabilizzazione in sede di bilancio consolidato, la normativa italiana non prevede esplicitamente il caso di acquisto di ulteriori quote di partecipazione in fasi successive. Il legislatore europeo era intervenuto, invece, con la Direttiva n. 34/2013/UE lasciando agli Stati membri la scelta di richiedere o permettere che l'allocazione venisse effettuata in base ai valori alle singole date di acquisto oppure alla data in cui l'impresa acquistata diventava una controllata¹³⁹.

Dal contesto della normativa italiana si evince che sia stata scelta l'ultima opzione e perciò le singole quote del costo totale della partecipazione sono da ritenersi degli anticipi sul prezzo totale fino a quando non si raggiunge il controllo della società; in quest'ottica non è richiesta l'applicazione del metodo dell'acquisizione su ogni singola quota di partecipazione.

Una volta raggiunto il controllo della società controllata, quest'ultima verrà inclusa nel bilancio consolidato e l'eliminazione del costo risultante dagli acquisti frazionati contro la relativa quota di patrimonio netto verrà effettuata sulla base dei valori riferiti interamente alla data in cui è stato raggiunto il controllo. Invece, per quanto riguarda le ulteriori quote che vengono acquistate dopo aver raggiunto il controllo dovranno essere utilizzati i medesimi criteri previsti per la rilevazione nel bilancio consolidato dell'acquisizione di una partecipazione di controllo, ovvero dovrà essere applicato il metodo dell'acquisizione anche in questo caso.

Invece, secondo i principi contabili internazionali, qualora una società acquisisca il controllo di un'altra società in fasi successive, nel momento in cui acquisisce il controllo la controllante deve rivalutare la sua quota di attività che precedentemente deteneva al *fair value*¹⁴⁰ alla data di acquisto del controllo e, conseguentemente, iscrivere l'utile o la perdita a conto economico.

Mentre, le quote che eventualmente vengono acquistate successivamente al controllo della società dovranno essere contabilizzate come "*equity transactions*", senza procedere ad alcuna modifica dell'avviamento iscritto al momento del raggiungimento del controllo.

9.2 Le azioni proprie e il possesso reciproco di azioni

Può accadere che una società controllata, posseduta ad una quota non totalitaria (dunque inferiore al 100%), decida di acquistare proprie azioni possedute dalla minoranza. La conseguenza di questa operazione di acquisizione nel bilancio consolidato risulta essere la medesima rispetto alla situazione in cui sia la società controllante a procedere all'acquisto, infatti, viene incrementata la percentuale di

¹³⁹ Secondo l'art. 25, paragrafo 1 della Direttiva n. 34/2013/UE del 26 giugno 2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio.

¹⁴⁰ Come indicato dallo IFRS 3 al paragrafo 41.

possesso della società controllante da parte dell'intero gruppo societario. Da notare, invece, che a livello di bilancio individuale della controllata, l'acquisto è trattato come un acquisto di azioni proprie¹⁴¹. Tuttavia, nel bilancio consolidato, tale acquisto viene contabilizzato seguendo il *metodo dell'acquisizione*, in quanto rappresenta un incremento della quota di partecipazione da parte del gruppo. Di conseguenza, la quota riferita ai soci di minoranza si riduce e i valori delle attività e delle passività della società controllata acquisita vengono rettificati in base ai loro valori correnti alla data di acquisizione (ovviamente per la quota di partecipazione acquisita), rilevando l'eventuale differenza da consolidamento.

Secondo i principi contabili internazionali, invece, l'acquisizione di successive quote di una società controllata, comporta l'iscrizione della differenza tra il prezzo pagato e la corrispondente frazione di patrimonio netto della società controllata nel patrimonio netto di gruppo. In questo modo non si procederà con l'incremento del valore dell'avviamento.

A questo punto risulta interessante dare uno sguardo al trattamento contabile previsto per il bilancio consolidato qualora le società appartenenti al gruppo posseggano delle azioni proprie oppure delle partecipazioni reciproche.

Se le società controllate sono interamente possedute dal gruppo il metodo di contabilizzazione risulta essere alquanto semplice. Infatti, le azioni della controllante o della controllata possedute da un'altra società controllata sono trattate dal punto di vista contabile nel bilancio consolidato come se fossero possedute dalla società controllante.

Invero, il D.Lgs. n. 127/1991 al comma 4 dell'art. 31 stabilisce che nel caso in cui le azioni della società controllante siano possedute dalla controllata queste debbano essere considerate, ai fini del bilancio consolidato, come se fossero delle azioni proprie e pertanto si applicano le disposizioni indicate nel principio contabile nazionale OIC 28 – *Patrimonio netto*.

Nel caso in cui una delle società controllate detenga azioni proprie, queste vengono trattate ai fini della redazione del bilancio consolidato al pari del bilancio d'esercizio e perciò portate in riduzione del patrimonio netto mediante l'apposita riserva, *Riserva negativa per azioni proprie in portafoglio*. Quindi, alla luce di ciò, ne consegue che il numero delle azioni possedute dal gruppo va rimisurato in quanto bisognerà tenere conto del totale delle azioni della controllata medesima successivamente all'eliminazione delle azioni proprie; allo stesso modo nel patrimonio netto da eliminare in sede di consolidato della società controllante non sarà inclusa la riserva per azioni proprie.

¹⁴¹ RICCOMAGNO & SEMPRINI, "Il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato dopo il D.Lgs. n. 139/2015 secondo l'interpretazione dei principi contabili nazionali e internazionali", Milano, CEDAM, 2017, p. 834.

Inoltre, nel caso in cui una società controllata, posseduta per una quota minore del 100%, decida di acquistare da terzi azioni proprie, possono verificarsi delle differenze tra il costo e la corrispondente parte di patrimonio netto. Tale operazione, ai fini della redazione del bilancio consolidato, deve essere trattata come un acquisto di un'aggiuntiva quota di patrimonio netto della società controllata da terzi, mediante un pagamento di un differenziale rispetto alla quota di patrimonio netto che deve essere contabilizzato secondo i criteri di allocazione del prezzo visto precedentemente; infine, questo porta alla riduzione della quota di partecipazione dei soci di minoranza per la frazione corrispondente. Nel caso di azioni reciproche tra le società controllate, è necessario procedere alla loro eliminazione contro il capitale e le riserve stesse nel bilancio consolidato, proprio come se si trattasse di partecipazioni detenute dalla società controllante.

CAPITOLO TERZO

In questo capitolo verrà presentato il caso riguardante la fusione per incorporazione di COFIDE – Gruppo De Benedetti S.p.A. e CIR S.p.A. – Compagnie Industriali Riunite, in cui la seconda era controllata dalla prima.

Dopo un breve riassunto della storia del Gruppo De Benedetti verrà esaminato il piano di acquisto di azioni proprie che hanno attuato entrambe le società negli ultimi anni cercando di dare un'ampia panoramica delle operazioni connesse all'acquisto delle azioni proprie. Successivamente verranno esaminati i tratti principali dell'operazione di fusione per incorporazione di CIR in COFIDE cercando di operare alcune considerazioni in relazione a quanto scritto nei primi due capitoli.

1. Il profilo del gruppo

La società COFIDE – Gruppo De Benedetti S.p.A. (d'ora in avanti anche COFIDE) è stata costituita nel 1976 da Carlo De Benedetti ed era la holding finanziaria del gruppo nonché l'azionista di controllo di CIR S.p.A. – Compagnie Industriali Riunite (d'ora in avanti anche CIR). Nel 1985 viene quotata in borsa. COFIDE nasce con lo scopo di acquisire e gestire CIR che, al momento dell'acquisto nel 1976 viene trasformata da un'antica concertia torinese quotata in borsa (Concertie Italiane Riunite) ad una holding di partecipazioni industriali (Compagnie Industriali Riunite).

COFIDE era controllata dalla società Fratelli De Benedetti S.p.A. e gestita dai figli di Carlo De Benedetti, Rodolfo, Marco ed Edoardo.

Fin dall'inizio CIR ha sempre investito in mercati molto diversificati fra loro. Nel 1978 ha mosso i suoi primi passi nell'industria dell'informatica diventando il primo azionista di Olivetti, con cui poi agli inizi degli anni Novanta entra nel settore delle telecomunicazioni costituendo Omnitel. CIR esce definitivamente dal capitale della Olivetti nel 1998. Successivamente nel 1981 CIR decide di acquisire Sogefi. All'epoca questa era una piccola società che si occupava della produzione di componentistica per autoveicoli, tuttavia, con il passare del tempo è divenuta una società di importanza internazionale, successo dovuto in parte dalle acquisizioni di Rejna e di Allevard Ressorts Automobile, grazie alle quali è riuscita a consolidare la propria leadership nel mercato europeo diventando il principale produttore di sospensioni per tutte le case automobilistiche. Infine, nel 2001 Sogefi acquisisce Filtrauto aumentando la propria presenza a livello europeo producendo filtri per autoveicoli. Sogefi rappresenta uno dei principali investimenti di CIR ancora oggi.

Nel 1985 CIR entra nel settore alimentare acquisendo il gruppo Buitoni-Perugina che da sempre rappresenta uno dei più grandi gruppi del settore di riferimento, ma solo tre anni dopo viene ceduto

al gruppo Nestlé. Negli anni successivi CIR acquisisce altre partecipazioni in società operanti nel settore alimentare che comunque decide di rivendere dopo qualche anno.

Uno dei mercati in cui CIR è stata sempre presente è quello dell'editoria, le prime acquisizioni risalgono al 1989 con Mondadori tramite cui ha acquisito la società L'editoriale L'espresso, grazie alla quale entra poi nel settore radiofonico (con l'acquisizione del 50% di Radio Deejay). Negli anni successivi per consolidare la propria presenza nel mercato radiofonico e dell'editoria CIR acquisisce altre emittenti radio e fonda Repubblica.it. Nel 2016 confermando la propria leadership in Italia e in Europa dà vita alla fusione tra le sue controllate Gruppo Editoriale L'espresso e ITEDI (società editrice di quotidiani tra cui La Stampa e Il Secolo XIX) da cui nasce il GEDI Gruppo Editoriale, controllato da CIR per il 43,4%.

Alla fine degli anni Ottanta la forte presenza di CIR nel settore dell'editoria ha comportato lo scontro con la società Fininvest, uno dei principali azionisti della Mondadori, e l'oggetto di tale conflitto fu il controllo di Mondadori. Le due società all'epoca si sono rivolte ad un collegio arbitrale che ha portato il lodo arbitrale a favore di CIR; successivamente, nel 1991, Fininvest decide di impugnare tale lodo arbitrale, cominciando così un lungo confronto giudiziario, conosciuto come "*guerra di Segrate*". Inizialmente la Corte d'Appello si pronunciò a favore di Fininvest e, dopo tale sentenza, le due parti (CIR e Fininvest) hanno deciso in via extragiudiziale di spartirsi le partecipazioni di Mondadori e così hanno concluso, almeno ufficialmente, la *guerra di Segrate*. In realtà pochi anni dopo inizia un lungo processo per corruzione giudiziaria durato decenni e conclusosi solo nel 2007 che ricomprese anche la precedente sentenza della Corte d'Appello a favore di Fininvest.

Una volta emersi tali fatti inizia così un giudizio civile per il risarcimento del danno causato da Fininvest nei confronti di CIR, tale procedimento si è concluso nel 2013 con il pieno riconoscimento delle ragioni di CIR e la liquidazione di un risarcimento in denaro di circa 490 milioni di euro.

Nel 2002 CIR decide di creare HSS – Holding Sanità e Servizi con lo scopo di entrare nel settore della sanità realizzando un polo aggregatore nel settore sanitario privato, principalmente specializzato nell'area dell'assistenza agli anziani e della riabilitazione. Nel 2009 HSS diventò KOS, società che ancora oggi è controllata da CIR e ne rappresenta uno dei maggiori investimenti. Dalla nascita di HSS ad oggi il gruppo ha investito molto in questo settore facendo importanti acquisizioni tra cui la società Anni Azzurri, da sempre specializzata nella costruzione e nella gestione delle residenze per anziani, la società Medipass operante nel settore dei servizi e nella gestione di tecnologie mediche complesse sia per il settore pubblico sia per quello privato, il gruppo Santo Stefano specializzato nella riabilitazione ospedaliera.

Il 2012 rappresenta un anno molto importante per CIR in quanto si è concluso il piano successorio gratuito del controllo della società che ha visto il passaggio del testimone dal fondatore Carlo De Benedetti ai tre figli: Rodolfo che è l'attuale presidente del consiglio di amministrazione, Marco ed Edoardo.

Un altro grande avvenimento nella storia del Gruppo è sicuramente la fusione tra COFIDE e CIR avvenuta nel febbraio del 2020, quest'ultima verrà spiegata con maggiore dettaglio nei prossimi paragrafi.

La struttura del gruppo prima della fusione tra COFIDE e CIR era quella evidenziata dalla figura 1, in cui la holding finanziaria COFIDE controllava la holding finanziaria CIR.

A sua volta CIR controllava i tre gruppi maggiori che, come detto precedentemente sono KOS operante nel settore sanitario, SOGEFI leader nel settore della componentistica per autoveicoli e GEDI Gruppo Editoriale leader nel settore dell'editoria.

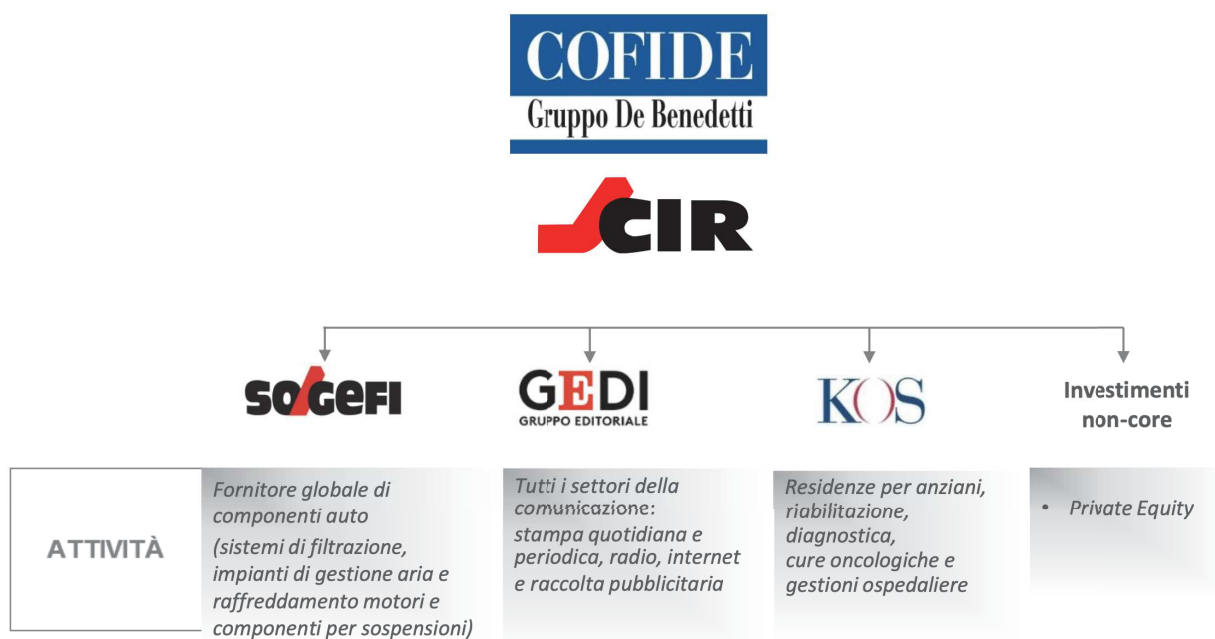


Figura 1: Principali partecipazioni del gruppo pre-fusione.
Fonte: Bilancio al 31.12.2018.

2. Il piano di riacquisto di azioni proprie

CIR

L'ammontare del capitale sociale di CIR antecedente alla fusione era di euro 397.146.183,50, composto da 794.292.367 azioni dal valore nominale di euro 0,50 aventi tutte diritto di voto ad eccezione delle azioni proprie il cui diritto di voto viene sospeso¹⁴².

È da precisare che CIR negli anni perseguì un piano di acquisto di azioni proprie che la portò nel 2013 a possedere 49.528.575 azioni proprie pari al 6,24% del capitale sociale.

Ogni anno al fine di supportare il piano di acquisto di azioni proprie l'assemblea degli azionisti autorizzava il consiglio di amministrazione ad acquistare un massimo di 30 milioni di azioni con un limite di spesa di 50 milioni di euro¹⁴³, inoltre, era stato stabilito che il prezzo unitario di ogni singolo acquisto di azioni dovesse essere non maggiore del 10% e non minore al 10% del prezzo di riferimento registrato dalle azioni nella seduta del mercato regolamentato precedente ogni singola operazione.

L'acquisto poteva avvenire tramite offerta pubblica di acquisto o di scambio, oppure “sui mercati regolamentati secondo modalità operative stabilite nei regolamenti di organizzazione e gestione dei mercati stessi, che non consentono l'abbinamento diretto delle proposte di negoziazione in acquisto con predeterminate proposte di negoziazione in vendita e comunque in modo da assicurare parità di trattamento tra gli Azionisti, in conformità a quanto prescritto dall'art. 132 del D.Lgs. 58/1998 e dalle disposizioni di legge o di regolamento vigenti al momento dell'operazione”, oppure “mediante acquisto e vendita di strumenti derivati negoziati sui mercati regolamentati che prevedano la consegna fisica delle azioni sottostanti e ottemperino alle ulteriori condizioni stabilite dall'art. 144-bis della delibera Consob 11971 e sue successive modifiche e integrazioni”, oppure, “mediante attribuzione proporzionale ai soci di opzioni di vendita da assegnare entro 15 mesi ed esercitabili entro 18 mesi dalla presente delibera”; come indicato nella delibera dell'assemblea dei soci.

Le principali motivazioni alla base di tale piano di acquisto di azioni proprie sono riconducibili principalmente “da un lato, dalla possibilità di investire in azioni della società a prezzi inferiori al loro effettivo valore basato sulla reale consistenza economica del patrimonio netto e sulle prospettive reddituali dell'azienda, dall'altro dalla possibilità di ridurre il costo medio del capitale”.

Di anno in anno, veniva così concessa l'autorizzazione di diciotto mesi al consiglio di amministrazione da parte dell'assemblea dei soci per l'acquisto di azioni proprie previa revoca

¹⁴² Come indicato nel Bilancio al 2018.

¹⁴³ Questi limiti sono aumentati nell'anno 2015.

dell'autorizzazione precedente e con l'approvazione della nuova autorizzazione che, di fatto, conteneva le medesime modalità di acquisto.

Nell'aprile del 2015, l'assemblea degli azionisti ha deliberato l'autorizzazione al CdA per procedere all'acquisto di azioni proprie incrementando il numero massimo di azioni passando dai 30 milioni delle delibere precedenti agli 80 milioni acquistabili (in aggiunta a quelle già in portafoglio) fissando un tetto massimo di spesa di 120 milioni di euro, tutte le altre condizioni dell'acquisto sono rimaste invariate rispetto agli anni precedenti. Da questo momento la società ha gradualmente e sistematicamente aumentato il numero di azioni proprie e di conseguenza il loro peso sul capitale sociale. Infatti, negli anni a seguire la società ha aumentato la frequenza e la consistenza del numero di acquisti di azioni proprie e per contro ha necessariamente dovuto impiegare ingenti somme di liquidità al fine di far fronte a queste operazioni, come verrà mostrato successivamente.

Le azioni proprie acquistate da CIR sono state utilizzate in parte per dare vita a dei piani di *stock grant* annuali previsti a favore di amministratori e dirigenti della società, di società controllate e della controllante.

Come si può facilmente notare dalla tabella sottostante, il numero di azioni proprie detenute da CIR dal 2013 fino al 2019 è cresciuto in maniera importante, fino ad arrivare a sfiorare il limite massimo di azioni proprie consentito, corrispondente alla quinta parte del capitale sociale. Le variazioni che sono intervenute da un anno all'altro sono frutto dell'aumento di azioni proprie acquistate nell'anno e della diminuzione dovuta all'assegnazione di azioni in virtù dei piani di *stock grant*.

Tabella 1: Acquisto di azioni proprie di CIR S.p.A. – Compagnie Industriali Riunite prima della fusione¹⁴⁴.

Data	Numero azioni proprie in	
	portafoglio	% del Capitale Sociale
31.12.2012	49.989.000	6,30% ¹⁴⁵
31.12.2013	49.528.575	6,24%
31.12.2014	54.565.814	6,87%
31.12.2015	108.421.938	13,65%
31.13.2016	128.567.177	16,19%
31.12.2017	138.167.259	17,395%
31.12.2018	150.113.881	18,8991%
31.12.2019	153.017.459	19,2646%

¹⁴⁴ Dati forniti dalla Società nei bilanci annuali. Disponibili sul sito della Società: < <https://www.cirgroup.it/> >.

¹⁴⁵ Tale percentuale è calcolata su un numero inferiore di azioni (su 793.340.467), in quanto nel 2013 la Società ha aumentato il capitale sociale emettendo 951.900 azioni ordinarie. Dal 2013 le azioni di CIR sono 794.292.367.

Come si può notare, dal 2015 la Società ha fortemente aumentato gli acquisti di azioni proprie che hanno permesso di raddoppiare in un anno il numero di azioni proprie detenute in portafoglio. Questo piano di acquisto di azioni proprie ha richiesto, come già detto, l'impiego di molte risorse finanziarie della società, in particolare, dall'anno 2015 in poi, come indicato nella tabella 2.

Tabella 2: Liquidità impiegata per l'acquisto di azioni proprie da CIR S.p.A. – Compagnie Industriali Riunite¹⁴⁶.

Anno	Δ Numero Azioni acquistate ogni anno	Liquidità impiegata per l'acquisto	Prezzo medio pagato per acquisto un'azione¹⁴⁷
2013	0	0 €	0,835
2014	+ 5.966.500	4.982.352 €	0,835
2015	+ 54.183.848	53.316.949 €	0,984
2016	+ 20.290.087	19.467.110 €	0,959
2017	+ 10.777.828	14.022.419 €	1,301
2018	+ 12.107.791	12.676.627 €	1,0469
2019	+ 3.156.400	3.181.090 €	1,0078
Totale	+ 106.482.454	107.646.547 €	0,989

Come si può notare durante il 2015 la Società ha aumentato enormemente l'ammontare delle azioni acquistate e conseguentemente anche la liquidità impiegata per tale acquisizione è stata importante, infatti, nella tabella 3 è riassunta l'incidenza di tale acquisto nelle casse del Gruppo.

Nella tabella sottostante sono indicati i valori della voce Disponibilità liquide e della voce Titoli del bilancio consolidato, successivamente nella colonna (c) è rappresentata la variazione dei valori iscritti nella voce Titoli e, parallelamente la colonna (d) rappresenta la variazione intervenuta negli anni della voce Disponibilità liquide. La colonna (e) evidenzia la somma delle colonne (c) e (d) e rappresenta la variazione intervenuta nelle voci maggiormente significative dell'attivo corrente del bilancio.

Osservando la tabella 3, nel 2013 si è registrato una forte variazione in aumento alla voce disponibilità liquide in esame rispetto all'anno precedente, la Società spiega tale aumento come contropartita della cessione di titoli correnti. È utile allora chiedersi come si sia formata tale voce Titoli correnti negli anni e, più in particolare, ci si accorge come dal 2010 al 2011 si registri un forte aumento della voce in questione che passa dai 216,6 milioni di euro del 2010 ai 613,9 milioni di euro del 2011. Tale variazione è in parte riferibile al già citato risarcimento pagato a titolo provvisorio da Fininvest di

¹⁴⁶ Dati forniti dalla Società nei bilanci annuali. Disponibili sul sito della Società: <<https://www.cirgroup.it/>>.

¹⁴⁷ Calcolato come rapporto tra la Liquidità impiegata per l'acquisto e Δ numero azioni acquistate annuale.

564,2 milioni di euro a seguito della prima sentenza della Corte di Appello nella vicenda Lodo Mondadori. La società dichiara, infatti, che “l’importo del risarcimento è stato investito con un orizzonte di breve (depositi e fondi monetari attraverso CIR S.p.A.) e medio termine (titoli obbligazionari attraverso la controllata al 100% CIR Investimenti S.p.A.)”, in attesa della sentenza della Corte di Cassazione che arriverà poi il “17 settembre 2013 a condannare in via definitiva Fininvest ad un risarcimento netto a favore di CIR pari a 491,3 milioni”.

Riassumendo quindi le movimentazioni più rilevanti che si possono evincere dalla tabella 3 per quanto riguarda la voce Titoli e la voce Disponibilità liquide sono le seguenti:

- Un forte aumento della voce Titoli nel 2011;
- Una forte diminuzione della voce Titoli nel 2013;
- Un forte aumento della voce Disponibilità liquide nel 2013;
- Una costante diminuzione delle due voci in esame negli anni successivi a partire dal 2014.

Nell’ultima colonna sono stati riportati i valori complessivi annuali per la spesa dovuta al riacquisto di azioni proprie. Come già rilevato in precedenza si può notare un’importante attività di acquisto di azioni proprie a partire dal 2014.

Tabella 3: Variazione delle voci Titoli e Disponibilità liquide del Gruppo CIR (in migliaia di euro)¹⁴⁸.

<i>Anno</i> <i>(in migliaia di euro)</i>	Titoli (a)	Disponibilità liquide (b)	Δ Titoli (c)	Δ Disp. Liquide (d)	(e)=(c)+(d)	Spesa per azioni proprie
2010	216.552	593.081	-	-	-	-
2011	613.877	494.006	397.325	(99.075)	298.250	-
2012	410.343	666.153	(203.534)	172.147	(31.387)	-
2013	166.037	957.099	(244.306)	290.946	46.640	-
2014	137.918	347.184	(28.119)	(609.915)	(638.034)	4.982
2015	121.006	310.549	(16.912)	(36.635)	(53.547)	53.316
2016	54.892	330.832	(66.114)	20.283	(45.831)	19.467
2017	46.927	261.484	(7.965)	(69.348)	(77.313)	14.022
2018	25.069	244.469	(21.858)	(17.015)	(38.873)	12.676
2019	24.522	308.100	(547)	63.631	63.084	3.181
Totale	1.817.143	4.512.957	(191.130)	(284.981)	(477.011)	107.647

¹⁴⁸ Fonte: Bilancio consolidato della Società nei vari anni. Disponibili sul sito della Società: < <https://www.cirgroup.it/>>.

Inoltre, dalla tabella 2 si può anche notare un costante aumento del prezzo medio pagato per singola azione dal 2014 al 2019, di fatti si è passati da un prezzo medio dello 0,835 euro nel 2014 al 1,301 euro per azione nel 2017; ciò indica che la Società attuando il piano di riacquisto di azioni proprie ha, di fatto, sostenuto il corso azionario dei titoli CIR.

Altro aspetto interessante del piano di riacquisto è quello riguardante i soggetti che negli anni del buy-back hanno proceduto alla vendita delle azioni di CIR in loro possesso; per tale analisi è stato necessario guardare i documenti di Internal Dealing forniti dalla Società. Dall'analisi di questi documenti si può notare come Bestinver Gestion SGIIC SA, investitore istituzionale e uno dei principali azionisti di CIR, abbia proceduto alla vendita di parte del proprio pacchetto azionario, facendo scendere significativamente la propria quota in CIR dal 14,447% nel 2016 al 9,966% nel 2019, come rilevato nella tabella sottostante.

Tabella 4: Azionisti rilevanti di CIR S.p.A. – Compagnie Industriali Riunite¹⁴⁹.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
COFIDE	45,853%	45,853%	45,853 %	45,853%	45,853%	45,853%
Norges Bank	2,094%	2,094%	-	-	-	-
Bestinver Gestion	15,020%	14,447%	14,447%	9,966%	9,966%	9,966%

Inoltre, sempre dall'Internal Dealing della Società¹⁵⁰, risulta che lo stesso Rodolfo De Benedetti, Presidente del Gruppo, abbia venduto alcune delle azioni che possedeva in CIR, in particolare, nel 2017 sono state vendute 7.283.148 azioni ordinarie e nel 2019 la Fratelli De Benedetti S.p.A. ha acquistato n. 1.871.050 azioni di CIR.

COFIDE

D'altro canto, è necessario anche considerare ciò che è avvenuto nella controllante COFIDE che prima della fusione con la controllata CIR, aveva un capitale sociale dal valore di 359.604.959 euro, composto da 719.209.918 azioni ordinarie dal valore nominale di euro 0,50 aventi diritto di voto.

COFIDE nel 2017 ha approvato un piano di acquisto di azioni proprie, in conformità e in attuazione di quanto stabilito nell'autorizzazione assembleare concessa dall'assemblea degli azionisti dell'aprile 2016¹⁵¹. Il piano prevedeva la possibilità di acquistare, anche solo parzialmente ed entro i diciotto

¹⁴⁹ Dati forniti da CONSOB, disponibili nel sito: <<http://www.consob.it/>>.

¹⁵⁰ Consultabili e disponibili nel sito della Società: <<https://www.cirgroup.it/>>.

¹⁵¹ Assemblea degli azionisti del 20 aprile 2016, disponibile nel sito della società: <<https://www.cirgroup.it/archivio-assemblee-azionisti/assemblea-degli-azionisti-approvazione-del-bilancio-2016-2/>>.

mesi dalla data dell'autorizzazione, un massimo di 50 milioni di azioni ordinarie dalla data della concessione dell'autorizzazione con un tetto massimo di spesa di 35 milioni di euro.

Le motivazioni rese note dalla società che hanno spinto il management a proporre tale *buy-back* sono principalmente riconducibili alla “possibilità di acquisire azioni della Società a prezzi inferiori al loro effettivo valore, basato sulla reale consistenza economica del patrimonio netto e sulle prospettive reddituali dell'azienda con la conseguente migliore valorizzazione della Società” e alla “possibilità di ridurre il costo medio del capitale della Società”. La motivazione, in sintesi, è la medesima rispetto a quella di CIR.

Come si può notare dalla seguente tabella la percentuale di azioni proprie di COFIDE passa dallo 0% del 2016 al 3,36% del 2018.

Tabella 5: Acquisto di azioni proprie di COFIDE Gruppo De Benedetti S.p.A.¹⁵²

Data	Numero Azioni	% del Capitale Sociale
31.13.2016	0	0%
31.12.2017	19.188.559	2,67%
31.12.2018	24.164.055	3,36%

Un altro aspetto interessante che riguarda COFIDE è l'introduzione dal 2015 del voto maggioritario, ovvero delle azioni cosiddette *loyalty share* che consentono all'azionista stabile di avere diritto a due voti per ogni azione posseduta. Tale previsione è stata introdotta nel nostro ordinamento nel 2014, con lo scopo di incentivare e di fidelizzare gli azionisti al mantenimento degli investimenti nel medio-lungo periodo dando loro un effettivo potere di controllo gestionale al fine di favorire la stabilità e l'attuazione di scelte strategiche della società e, in questo modo, di evitare che gli azionisti si focalizzino in un'ottica speculativa di breve periodo.

L'introduzione della *loyalty share* permette agli azionisti che sono rimasti ininterrottamente soci di COFIDE per ventiquattro mesi di beneficiare del diritto di voto maggiorato per ciascuna azione posseduta, quindi ad ogni azione che rispetta i requisiti richiesti vengono attribuiti due diritti di voto. Di fatto le azioni che hanno beneficiato del voto maggiorato sono riportate nella tabella seguente.

¹⁵² Dati forniti dalla Società nei bilanci annuali. Disponibili sul sito della Società: < <https://www.cirgroup.it/>>.

Tabella 6: Partecipazioni con diritto di voto maggiorato¹⁵³.

Azionista	Data iscrizione nel libro dei soci	Partecipazione per la quale è stata richiesta l'iscrizione nel libro dei soci stabili	Partecipazione totale posseduta dall'azionista
Fratelli De Benedetti S.p.A.	1° giugno 2015	373.441.844 (pari al 51,924%)	373.441.844 (pari al 51,924%)

Quindi, la controllante Fratelli De Benedetti che deteneva 373.441.844 numero di azioni ordinarie pari al 51,92% del capitale ordinario di COFIDE mediante l'adozione del voto maggiorato ha accresciuto la propria percentuale dei diritti al voto al 65,92%.

Come evidenziato nella tabella 6, nessun altro azionista rilevante di COFIDE ha beneficiato del voto maggiorato, quindi la situazione è rimasta la medesima fino al momento antecedente alla fusione tra COFIDE e CIR.

Riassumendo per punti gli eventi rilevanti che sono intervenuti negli anni pre-fusione nel Gruppo De Benedetti sono i seguenti:

- l'acquisto rilevante di azioni proprie da parte della controllata CIR;
- l'acquisto di azioni proprie in misura minore da parte della controllante COFIDE;
- l'introduzione del voto maggioritario a favore degli azionisti stabili della società COFIDE.

La situazione risultante, precedentemente all'operazione di fusione tra le due holding finanziarie, dal susseguirsi di questi fatti risulta quindi essere quella in figura e descritta in seguito.

¹⁵³ Tabella disponibile nel sito della società, *Comunicazione voto maggiorato del 2015*: <https://www.cirgroup.it/archivio-assemblee-azionisti/assemblea-degli-azionisti-approvazione-del-bilancio-2015-2/>.

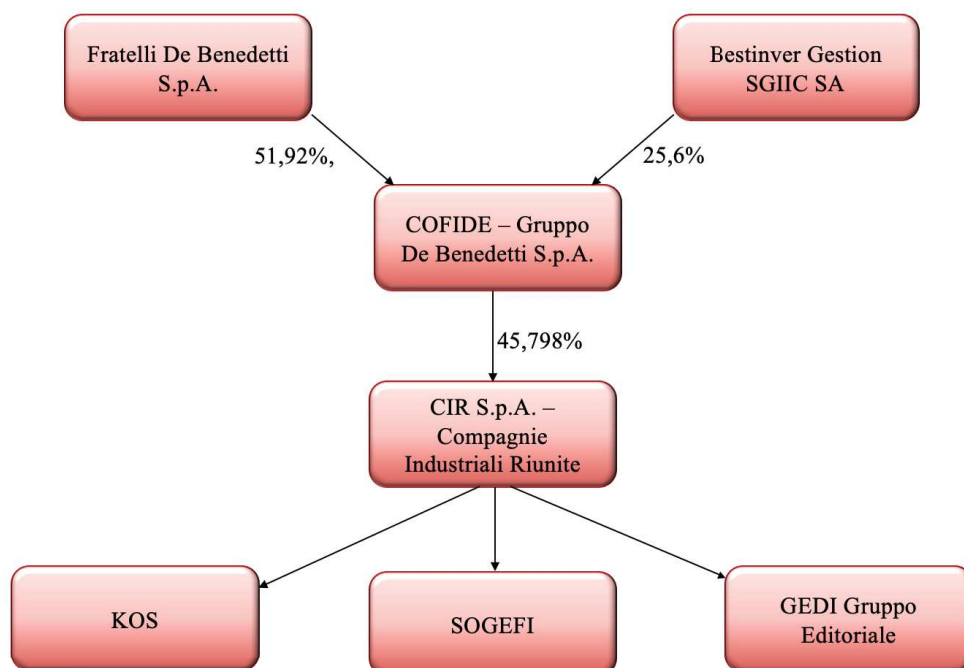


Figura 2: Rappresentazione delle partecipazioni rilevanti del Gruppo De Benedetti
 Fonte: Elaborazione propria

Il Gruppo controllato dalla holding di famiglia la Fratelli De Benedetti S.p.A. con a capo i fratelli Rodolfo, Marco ed Edoardo, detiene azioni ordinarie della holding finanziaria COFIDE per una quota del 51,92% e, grazie all’adozione del voto maggiorato, la percentuale sale al 65,92%¹⁵⁴. Un’altra quota rilevante di COFIDE è posseduta da Bestinver Gestion SGIIC S.A. che è pari al 25,6%. A sua volta COFIDE partecipa la holding finanziaria di secondo livello CIR per il 45,798% e al momento della fusione quest’ultima deteneva un totale di azioni proprie pari a 153.017.459 ovvero quasi il 20% del capitale sociale. Con questa situazione, il Gruppo De Benedetti si preparava alla fusione che ha portato all’incorporazione di CIR in COFIDE, come verrà esaminato nel prossimo paragrafo.

3. La fusione tra COFIDE e CIR

Da diversi anni la famiglia De Benedetti ipotizzava una fusione per incorporazione della controllata CIR in COFIDE e tale conferma è arrivata con l’annuncio di questa operazione straordinaria nei primi mesi del 2019. Il progetto di fusione per incorporazione di CIR S.p.A. – Compagnie Industriali

¹⁵⁴ Dati tratti dai Bilanci della Società.

Riunite in COFIDE – Gruppo De Benedetti S.p.A. è stato approvato all’unanimità dai Consigli di Amministrazione delle Società partecipanti in data 11 marzo 2019, successivamente il progetto di fusione è stato approvato dalle Assemblee straordinarie degli azionisti di entrambe le Società in data 19 luglio 2019. Tuttavia, successivamente all’efficacia della fusione si è deciso di cambiare denominazione della società incorporante (COFIDE) in CIR, mantenendo quindi la denominazione della società incorporata.

L’atto di fusione è stato stipulato in data 03 febbraio 2020 e iscritto presso il Registro delle Imprese in data 14 febbraio 2020 e, in base alle disposizioni indicate nell’atto di fusione, la fusione è divenuta efficace in data 19 febbraio 2020.

Per quanto concerne gli aspetti contabili e fiscali, è stato stabilito che le operazioni realizzate dalla società incorporata (CIR) siano imputate nel bilancio della società incorporante (COFIDE) a far data del 1° gennaio del 2020.

3.1 Le motivazioni

Alla domanda riguardo le motivazioni di procedere alla fusione proprio nel 2019 e non prima, il Presidente Rodolfo De Benedetti ha dichiarato durante un’intervista¹⁵⁵ che “la struttura societaria basata sulla doppia holding risaliva agli anni ’70 ed era stata spiegata da mio padre con le ambizioni imprenditoriali che all’epoca erano superiori al capitale disponibile. Quel tipo di struttura è oggi sorpassata dagli eventi e dall’evoluzione dei mercati. È vero, la fusione l’abbiamo esaminata più volte negli anni scorsi, ma prima c’erano alcune complessità da risolvere. Servivano condizioni di mercato che permettessero un rapporto di concambio equilibrato per tutti gli azionisti di CIR e COFIDE, [...] risale a pochi anni fa la legge che in Italia ha introdotto il diritto di voto maggiorato per gli azionisti di lunga durata. Ecco perché solo ora abbiamo deciso di procedere”.

Il presidente del Gruppo ha esposto la ragione principale dell’operazione di fusione dichiarando¹⁵⁶ che “la fusione rappresenta una svolta molto importante per il nostro gruppo e ci consentirà di semplificare la struttura societaria e renderla coerente con l’evoluzione del mercato, nell’interesse degli azionisti di CIR e COFIDE. [...]”

Più in particolare, rifacendoci alla documentazione del Progetto di Fusione, vengono espressi tre obiettivi principali alla base di tale operazione:

- l’accorciamento della catena di controllo rispetto alle società operative;

¹⁵⁵ Intervista rilasciata al Il Sole 24 Ore, il 27 aprile 2019. Disponibile al sito: <https://www.ilsole24ore.com/art/parla-rodolfo-de-benedetti-cir-cofide-fusione-senza-vendite-accordo-pieno-elkann-gedi-ABfc46rB>.

¹⁵⁶ Dichiarazione contenuta nel comunicato stampa congiunto del 11 marzo 2019 in merito all’approvazione all’unanimità dei consigli di amministrazione in merito al progetto di fusione tra CIR e COFIDE.

- la creazione di una Società che disponga di un volume di flottante maggiore con lo scopo di aumentare il grado di “appetibilità” delle azioni e di favorirne la negoziabilità;
- la riduzione dei costi di gestione che incorrono nel mantenimento di due società holding quotate e semplificare la struttura partecipativa e il conseguente assetto di *governance*.

3.2 La valutazione e il rapporto di cambio

Per quanto riguarda la valutazione delle Società partecipanti alla fusione, i rispettivi consigli di amministrazione si sono avvalsi della competenza e professionalità di *Advisor finanziari* che hanno provveduto a stimare il capitale economico delle due Società e il conseguente rapporto di cambio.

In particolare, per quanto concerne la valutazione del capitale economico di COFIDE e di CIR gli Advisor sono ricorsi all'utilizzo di due metodologie principali. Il metodo del *Net Asset Value (NAV)* che risulta particolarmente utilizzato per stimare il valore delle società con natura *holding* di partecipazioni prive di altre attività operative di considerevole rilevanza, inoltre, è comunemente utilizzata per la valutazione di holding con partecipazioni diversificate e non sinergiche come nel caso in esame. L'altro metodo utilizzato è quello dei *Prezzi di mercato* che risulta essere un valido strumento nel caso in cui il capitale delle Società valutate sia quotato in mercati regolamentati e negoziato in volumi notevoli. Tutte le valutazioni sono state effettuate prendendo come riferimento la situazione economica e patrimoniale di CIR e COFIDE alla data del 31 dicembre 2018.

Sulla base delle valutazioni effettuate tramite le due metodologie è stata elaborata una banda di oscillazione del valore del Rapporto di Concambio a servizio dell'operazione che può essere riassunta nella tabella sottostante.

Tabella 7: Rapporti di cambio individuati dalle metodologie di valutazione applicate¹⁵⁷.

	Metodologia dei Prezzi di Mercato	Metodologia del NAV
<i>Minimo</i>	1,99 ¹	1,95
<i>Mid-Point</i>	2,04	1,96
<i>Massimo</i>	2,10 ²	1,97

¹ Basato sulla media ponderata dei prezzi ufficiali a 6 mesi.

² Basato sulla media ponderata dei prezzi ufficiali a 1 mese.

Rapporto di cambio basato sulle medie: 1M – 2,10; 3M – 2,02; 6M – 1,99; 12M – 2,09.

¹⁵⁷ Fonte: tabella inserita nel *Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate* del 18 marzo 2019. Disponibile su: < <https://www.cirgroup.it/wp-content/uploads/2020/02/comunicatoCIR-fficaciafusione190220-ita.pdf>>.

Come indicato nella tabella i rapporti di cambio espressi dalla metodologia dei prezzi di mercato sono espressi da un intervallo che va da 1,99 a 2,10 azioni COFIDE per singola azione CIR, mentre la metodologia NAV indica un valore minimo di 1,95 e uno massimo di 1,97 azioni COFIDE per ogni singola azione CIR.

Nella documentazione della fusione il CdA, tenendo conto delle opinioni e delle valutazioni ricevute dagli Advisor finanziari, ha identificato un intervallo di valori del rapporto di concambio incluso tra i valori intermedi determinati dalle differenti metodologie, pari quindi a 2,04 per il metodo dei prezzi di mercato e 1,96 per il metodo del NAV. Infine, tenuta conto della maggiore significatività della metodologia del NAV è stato determinato un intervallo più ristretto per esprimere il rapporto di concambio a servizio dell'operazione di fusione che va da 1,96 a 2,00.

Alla luce delle considerazioni appena espresse, il Consiglio di Amministrazione ha fissato e approvato il rapporto di cambio pari a 2,01 azioni ordinarie di COFIDE per ogni azione ordinaria di CIR. In particolare, il Documento¹⁵⁸ spiega che “il Consiglio di Amministrazione di COFIDE, tenuto conto del rilievo altamente strategico della Fusione e della idoneità della stessa, ove attuata, a creare valore per entrambe le compagini sociali, ha delegato al Presidente il potere di formulare a CIR un rapporto di cambio nella misura massima di 2,01, ancorché tale valore risultasse immediatamente contiguo al *range* ristretto individuato dagli *advisor* finanziari del Consiglio di Amministrazione di COFIDE, ma ricompreso nel *range* più ampio altresì preso in considerazione”.

Quindi alla luce delle valutazioni effettuate e della determinazione del rapporto di concambio, nel momento del perfezionamento della fusione, tutte le azioni ordinarie della società incorporata CIR dovranno necessariamente essere annullate e la incorporante COFIDE assegnerà proprie azioni ordinarie in ragione del concambio stabilito, ad eccezione delle azioni proprie possedute dalla incorporata e delle azioni ordinarie di CIR di proprietà di COFIDE che, ai sensi dell'art. 2504-ter c.c. non hanno diritto al concambio.

Quindi, la incorporante COFIDE ha provveduto ad aumentare il proprio capitale sociale per un ammontare massimo di 278.998.698 euro tramite l'emissione di 557.997.396 nuove azioni ordinarie aventi valore nominale 0,50 euro ciascuna; le azioni di nuova emissione sono quotate come tutte le azioni ordinarie emesse da COFIDE.

La tabella seguente chiarisce le modifiche intervenute nel capitale dell'incorporante per effetto della fusione.

¹⁵⁸ Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate. Disponibile su: <<https://www.cirgroup.it/documentazione-fusione-cofide-cir/>>.

Tabella 8: Capitale sociale dell'incorporante prima e dopo la fusione¹⁵⁹.

	Capitale sociale precedente			Capitale sociale attuale		
	Euro	N. Azioni	N. diritti di voto	Euro	N. Azioni	N. diritti di voto
<i>Azioni ordinarie</i>	153.467.375,00	306.394.750	306.934.750	432.466.073,00	864.932.146	864.932.146
<i>Azioni ordinarie a voto maggiorato</i>	206.137.584,00	412.275.168	824.550.336	206.137.584,00	412.275.168	824.550.336
Totale	359.604.959,00	719.209.918	1.131.485.086	638.603.657,00	1.277.207.314	1.689.482.482

Per comprendere l'effetto che le azioni proprie hanno avuto nel rapporto di concambio della fusione si potrebbe ipotizzare la situazione in cui la società CIR non avesse proceduto a nessun piano di *buy-back* antecedente alla fusione e, perciò, immaginare che tali azioni rappresentassero parte del flottante della società. Sapere la collocazione precisa di queste azioni non ha molta importanza per i fini di questa dimostrazione e quindi verrà ipotizzato che siano detenute equamente dal mercato.

I fattori rilevanti che risulterebbero diversi rispetto al caso della fusione realmente attuata, sono essenzialmente rappresentati dalla maggiore disponibilità finanziaria della incorporata CIR e dalla completa assenza in patrimonio netto della posta riferita all'acquisto di azioni proprie. In questa situazione, quindi, la società incorporata presenterebbe un valore economico superiore al caso reale principalmente per due motivi:

- la maggiore disponibilità di risorse liquide;
- il patrimonio netto non risulterebbe diminuito in quanto non procedendo all'acquisto di azioni proprie non viene accesa la riserva negativa per azioni proprie in portafoglio.

Alla luce di queste ragioni, il valore economico della società CIR risulterebbe indubbiamente più elevato e di conseguenza il rapporto di cambio, che riflette i pesi partecipativi che i soci delle società partecipanti alla fusione hanno nella società risultante, sarebbe stato più elevato e quindi rispetto al caso reale sarebbe risultato maggiormente a favore dei soci terzi di CIR.

Per questo motivo, considerando i valori del rapporto di cambio espressi dal metodo dei prezzi di mercato (tabella 7) ed ipotizzando un aumento di 153.142.850 azioni detenute dal mercato (che prima

¹⁵⁹ Fonte: Comunicato stampa *Fusione per incorporazione di CIR in COFIDE efficace*. Disponibile nel sito della Società: <<https://www.cirgroup.it/wp-content/uploads/2020/02/comunicatoCIR-efficaciafusione190220-ita.pdf>>.

erano azioni proprie) e il conseguente aumento della liquidità in CIR, potrebbe essere ragionevole ipotizzare un rapporto di cambio di 5 azioni ordinarie COFIDE per 2 azioni ordinarie CIR. Dato questo rapporto di cambio, nella tabella seguente viene riassunto ciò che sarebbe accaduto, mettendo in evidenza il diverso peso assegnato a COFIDE e a CIR.

In particolare, si può notare che, a fronte dell'aumento del capitale della società risultante mediante emissione di 1.076.266.158 numero di azioni (aventi valore nominale 0,50 euro ciascuna), la società incorporante COFIDE vedrebbe scendere il proprio peso economico nella fusione dal 56,31% al 40,06%.

Tabella 9: Confronto tra i diversi pesi partecipativi che avrebbero avuto COFIDE e CIR nelle due situazioni.

	Aumento di CS numero azioni	Totale CS numero azioni	Peso di COFIDE	Peso di CIR
<i>RdC 2 a 1</i>	557.997.396	1.277.207.314	56,31%	43,69%
<i>RdC 5 a 2</i>	1.076.266.158	1.795.476.076	40,06%	59,94%

Data la significativa differenza che emerge nel primo caso (rapporto di cambio 2 a 1) e il secondo caso (rapporto di cambio 5 a 2), a questo punto, è utile spiegare quale effetto avrebbe avuto la situazione ipotetica sui soci rilevanti delle due Società partecipanti, come illustrato nella tabella 10.

Tabella 10: Composizione dell'azionariato partecipazioni rilevanti nella situazione ipotetica.

		Situazione reale RdC 2 a 1		Situazione ipotetica RdC 5 a 2	
		<i>% Capitale sociale ordinario</i>	<i>% diritti di voto</i>	<i>% Capitale sociale ordinario</i>	<i>% diritti di voto</i>
<i>Fratelli</i>	<i>De</i>	29,8%	44,8%	20,77%	31,22%
	<i>Benedetti S.p.A.</i>				
	<i>Bestinver Gestion¹</i>	13,2%	9,96%	16,04%	12,23%
	<i>Flottante</i>	40,7%	32,9%	56,48%	48,15%

¹ Azionista di COFIDE e di CIR

Dalla tabella 10 si evince che nell'ipotesi di un rapporto di cambio maggiore, per cui venissero assegnate maggiori azioni COFIDE in cambio di azioni CIR, ne avrebbero tratto maggior vantaggio i soci terzi di CIR; di conseguenza i soci di COFIDE avrebbero ottenuto un peso partecipativo

inferiore rispetto al caso reale e, per tale motivo, la percentuale di azioni sul capitale ordinario della società risultante spettante alla Fratelli De Benedetti S.p.A. sarebbe diminuito al 20,77% (rispetto al 29,8% della situazione reale). Da considerare che la Fratelli De Benedetti, beneficiando comunque del voto maggiorato in COFIDE, nella situazione ipotetica deterrebbe il 31,22% dei diritti al voto. Anche considerando la quota dei diritti al voto, in questa situazione la holding familiare non deterrebbe più una maggioranza tale da assicurare un assetto stabile nel lungo periodo del Gruppo, inoltre, la società risultante CIR potrebbe essere oggetto di possibili scalate ostili avendo aumentato il flottante detenuto dal mercato in misura tale da rappresentare la maggioranza del capitale.

Si è quindi spiegato come il piano di *buy-back* della società incorporata possa aver influenzato la determinazione del valore del rapporto di concambio nella fusione e come quest'ultimo possa fortemente alterare gli interessi in gioco. Infatti, un rapporto di concambio superiore avrebbe determinato l'assegnazione di un numero maggiore di azioni ordinarie di COFIDE per ogni singola azione CIR e, quindi, post-fusione i soci di CIR (in possesso di azioni aventi il diritto di concambio) avrebbero ricevuto un numero maggiore di azioni COFIDE e pertanto il loro peso partecipativo nella società risultante sarebbe stato maggiore rispetto alla situazione che si è verificata. Viceversa, un rapporto di concambio inferiore, tale per cui venissero assegnate minori azioni COFIDE per ogni azione CIR rispetto alla situazione realmente accaduta avrebbe significato, di fatto, l'aumento del "peso partecipativo" dei soci della incorporante COFIDE e pertanto questi ultimi avrebbero tratto maggiori benefici dalla fusione.

3.3 Situazione del gruppo post-fusione

Una volta divenuta efficace la fusione, il Gruppo si trova nella situazione descritta nella figura sottostante.

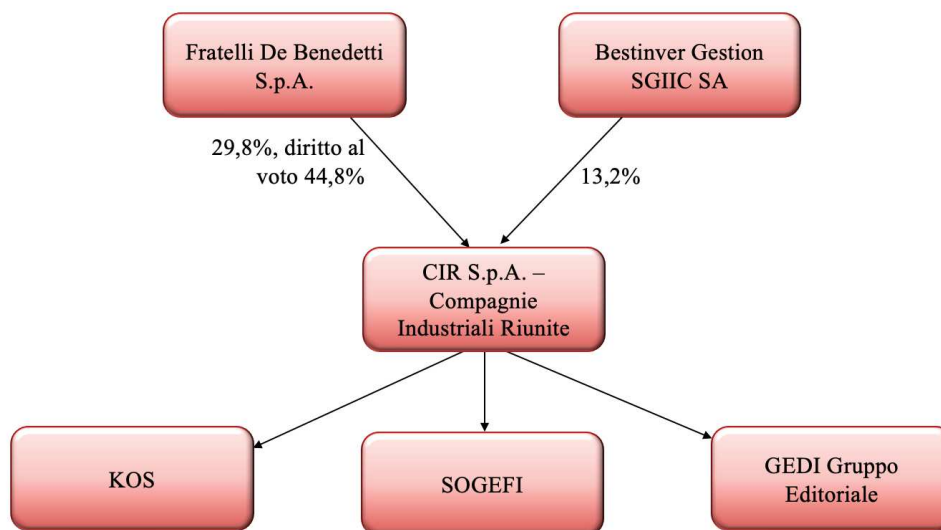


Figura 3: Il Gruppo dopo la Fusione

Fonte: Elaborazione propria su dati forniti nei bilanci della Società.

Quindi, oggi il gruppo è controllato dalla holding familiare Fratelli De Benedetti S.p.A. che detiene il 29,8% del capitale sociale di CIR S.p.A. ma, grazie all’adozione del voto maggiorato detiene al contempo il 44,8% dei diritti di voto, mentre l’altro azionista di rilevanza di CIR, Bestinver Gestion, detiene il 13,2% del capitale ordinario.

Da ottobre 2020 gli azionisti che detengono partecipazioni rilevanti in CIR risultano essere: la Fratelli De Benedetti S.p.A. con il 30,8% del capitale ordinario e il 45,5% dei diritti di voto, Bestinver Gestion e Cobas AM (anch’esso un investitore istituzionale) con il 13,2% del capitale ordinario e il 10,0% dei diritti al voto¹⁶⁰.

Tabella 11: Partecipazioni Rilevanti attuali alla data del 27 ottobre 2020.

Azionista	Numero di azioni	Numero di diritti al voto
Fratelli De Benedetti	392.851.536	766.293.380
Bestinver Gestion	168.505.127	168.505.127
Cobas AM	168.443.687	168.443.687
Flottante	520.286.044	554.205.802

¹⁶⁰ Dati disponibili nel sito della società nella sezione “Investitori”: < <https://www.cirgroup.it/>>.

4. Considerazioni sul caso

Il caso di fusione per incorporazione COFIDE – CIR dimostra l’impatto che le azioni proprie possono avere nell’economia d’impresa e l’importanza che questo strumento può avere in particolari circostanze come quella della fusione.

Nel caso in esame, la società CIR ha significativamente aumentato i volumi relativi al piano di acquisto di azioni proprie dal 2014 al 2019, motivando tali acquisti con esigenze di mercato; in particolare, il consiglio di amministrazione probabilmente riteneva che la quotazione dei titoli fosse inferiore rispetto al loro reale valore basato sulle prospettive di reddito future e, per tale ragione, la Società ha investito nei titoli sfruttando quindi la sottovalutazione degli stessi, previa autorizzazione da parte dell’assemblea degli azionisti. Il piano di *buy-back* proseguito da CIR nell’arco degli anni ha portato la Società ad incrementare considerevolmente la quota di azioni proprie detenute, passando dal 6,24% del 2013 al 19,26% del 2019, sfiorando il limite massimo stabilito per legge pari alla quinta parte del capitale sociale, come visto nel capitolo primo dell’elaborato. Ciò ha comportato per la Società una diminuzione delle risorse finanziarie, in quanto parte delle disponibilità liquide disponibili negli anni sono state impiegate per tale operazione. Quanto mostrato con la tabella 3, ossia un forte incremento delle disponibilità liquide nel 2013 dovuto sostanzialmente all’incasso a titolo definitivo del risarcimento danni pagato da Fininvest riferito alla vicenda Lodo Mondadori e il conseguenziale aumento degli acquisti di azioni proprie potrebbe far pensare che parte di tale somma sia stata impiegata per l’operazione di *buy-back*.

Inoltre, come dimostrato nella tabella 2, l’acquisto di azioni proprie ha permesso alla Società di sostenere il corso dei titoli di CIR che, come mostrato, è stato in continua crescita dall’inizio del piano di *buy-back* nel 2014 che si attestava intorno al 0,835 medio annuo, al 1,0078 del 2019.

L’aumento del corso azionario di CIR dovuto al piano di riacquisto di azioni proprie probabilmente ha sostenuto di conseguenza anche il corso azionario della controllante COFIDE che, nell’attivo di stato patrimoniale, deteneva la maggior parte delle partecipazioni in CIR. Altro aspetto che è stato evidenziato è la considerevole diminuzione della quota azionaria di uno degli investitori principali di CIR, ovvero Bestinver Gestion a fronte dell’aumento dell’acquisto di azioni proprie da parte della società stessa; perciò una possibile ipotesi è quella che la società CIR abbia acquistato una parte delle azioni proprie da questo socio.

L’acquisto di azioni proprie non ha portato solo benefici di tipo “finanziario” come appena detto, ma ha giocato un ruolo fondamentale in sede della fusione per incorporazione di CIR in COFIDE.

Infatti, lo stesso Presidente del Gruppo, Rodolfo De Benedetti, ha dichiarato che era da molti anni che si ipotizzava tale operazione, ma che solo nel 2019 si siano create le condizioni di mercato capaci

di consentire un rapporto di cambio equo per tutti gli azionisti, sia quelli di CIR sia quelli di COFIDE. Il possesso da parte di CIR del 19,2% delle azioni proprie ha permesso di fissare il rapporto di concambio a 2,01 azioni COFIDE per ogni azione CIR che, di fatto, ha significato una minore diluizione degli azionisti di COFIDE per effetto dell'operazione di fusione, in quanto le azioni proprie non hanno diritto al concambio, come discusso nel secondo capitolo, ex art. 2504-ter c.c. Quindi, la Società in sede di fusione ha deliberato l'aumento di capitale sociale emettendo nuove azioni ordinarie quotate al pari di quelle già esistenti e, contestualmente, ha eliminato sia delle azioni proprie detenute da CIR, sia delle azioni di CIR possedute da COFIDE. Ciò ha permesso all'azionista di maggioranza di COFIDE, la Fratelli De Benedetti S.p.A., di detenere il 29,8% del capitale ordinario, tuttavia avendo il 44,8% dei diritti di voto per effetto dell'adozione del voto maggiorato.

Quindi, è vero che l'aumento del corso azionario dei titoli di CIR ha recato un beneficio *in primis* alla società stessa, però valutando complessivamente tale effetto nell'operazione di fusione molto probabilmente il soggetto che maggiormente ne ha tratto beneficio risulta essere la Fratelli De Benedetti S.p.A., principale azionista dell'incorporante, in quanto, da un lato, il *buy-back* ha sostenuto la controllante COFIDE detenente della maggioranza delle azioni di CIR e, dall'altro la presenza di azioni proprie ha portato ad un importante minor diluizione del peso partecipativo in quanto eliminate in sede di fusione.

A questo punto risulta chiara l'importanza che le azioni proprie hanno avuto nel rapporto di concambio della fusione, infatti, nel caso ipotetico in cui CIR non avesse proceduto all'acquisto di azioni proprie e queste fossero state detenute dal mercato gli effetti della fusione avrebbero portato ad una compagine societaria di CIR post-fusione, molto diversa rispetto a quella realmente ottenuta. Nel caso di assenza di azioni proprie detenute in portafoglio dalla società CIR il suo valore economico effettivo ai fini della fusione sarebbe stato superiore portando a determinare un rapporto di cambio maggiore rispetto al 2,01 a 1 effettivamente utilizzato. Questo avrebbe comportato un beneficio in termini partecipativi per i soci terzi di CIR, mentre il socio di controllo di COFIDE, la Fratelli De Benedetti S.p.A., avrebbe visto ridursi la propria quota partecipativa nella società risultante post-fusione.

Inoltre, l'esempio ipotizzato (tabella 10) evidenzia come la holding familiare, successivamente alla fusione, avrebbe detenuto una quota partecipativa del 20,77%, con una percentuale di diritti al voto del 31,22%, mentre ci sarebbe stata una percentuale molto ampia di flottante che avrebbe potuto comportare un rischio piuttosto elevato di OPA ostili per il Gruppo. Infatti, un incremento del rapporto di cambio avrebbe portato ad un aumento della quota partecipativa dei soci terzi di CIR e una diminuzione di quella dei soci di COFIDE. Viceversa, una diminuzione del rapporto di cambio

avrebbe significato un maggior “peso economico” della società incorporante nei confronti dell’incorporata, traducendosi in un maggior beneficio per i soci di COFIDE.

Quindi, i consigli di amministrazione delle Società Partecipanti alla fusione hanno probabilmente approvato il progetto di fusione nel momento in cui i valori economici effettivi delle società pre-fusione fossero in grado di garantire un rapporto di cambio che “rispettasse” gli equilibri di governance ante fusione, tali per cui la capogruppo Fratelli De Benedetti riuscisse a detenere un pacchetto azionario sufficiente per garantire la stabilità del Gruppo nel medio-lungo periodo, evitando possibili scalate a valle.

Ciò detto, nel caso studio la nuova struttura del Gruppo ha determinato un valore del flottante in misura superiore rispetto alla situazione pre-fusione e la famiglia De Benedetti attualmente non è più detentrica della maggioranza assoluta del capitale sociale della holding finanziaria, però considerando la quota di azioni detenuta dalla Fratelli De Benedetti S.p.A. (29,8%), la percentuale dei diritti al voto (44,8%), e la composizione dell’azionariato di CIR (presenza di due investitori istituzionali che detengono assieme il 20% del capitale sociale) il rischio di possibili scalate ostili rimane molto basso. Infatti, in una intervista¹⁶¹ il Presidente Rodolfo De Benedetti conferma la solidità del controllo del Gruppo, affermando che nonostante “a valle della fusione la società è tecnicamente contendibile, [...] ritengo che una partecipazione di circa il 45% dei diritti di voto consenta di potere garantire stabilità a lungo termine a questo gruppo. Lo short-termismo porta talvolta a una distorsione nella gestione delle aziende. L’impegno dell’azionista di controllo garantisce un allineamento pieno di interessi con tutti gli altri azionisti.”.

Un’ultima considerazione riguarda l’accorciamento della catena di controllo che si è verificato per effetto della fusione che per le Società era uno degli obiettivi relativi alla fusione in quanto consentiva di porsi “in linea con le migliori pratiche internazionali e con le aspettative del mercato e delle autorità di regolamentazione”. L’accorciamento della catena di controllo ha portato alla holding familiare ad altri benefici oltre a quelli appena elencati.

Considerata l’elevata liquidità che la controllata CIR deteneva prima della fusione, il Gruppo potrebbe pensare ad una distribuzione di dividendi straordinaria da parte di CIR (società risultante) e, se così fosse, la Fratelli De Benedetti ora riceverebbe una percentuale maggiore (30,8%) rispetto a

¹⁶¹ Fonte: Il Sole 24 ore. Parla Rodolfo De Benedetti: “Cir-Cofide, fusione senza vendite. Accordo pieno con Elkann su Gedi”. Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/parla-rodolfo-de-benedetti-cir-cofide-fusione-senza-vendite-accordo-pieno-elkann-gedi-ABfc46rB>>.

quanto sarebbe spettato nella situazione antecedente alla fusione, in quanto la percentuale di interessenza era pari al 23,77%.

Il caso di fusione per incorporazione di CIR in COFIDE ha dimostrato l'importanza delle azioni proprie sia nell'economia di un'impresa, sia nell'operazione straordinaria di fusione. Oltre ai benefici di tipo finanziario legati al sostegno dei corsi azionari, il *buy-back* è stato un ottimo strumento per la stabilità dell'assetto della governance del Gruppo De Benedetti, in quanto per effetto della fusione le azioni proprie detenute, non avendo diritto al concambio, hanno permesso alla holding familiare di detenere un pacchetto azionario sufficiente per continuare a controllare l'intero Gruppo.

CONCLUSIONI

Il presente elaborato nasce con lo scopo di mettere in luce gli aspetti che interessano la presenza di azioni proprie nelle operazioni straordinarie di fusione, quest'ultimi evidenziati nel recente caso di fusione tra due holding finanziarie del Gruppo De Benedetti, l'incorporazione di CIR S.p.A. – Compagnie Riunite Industriali in COFIDE – Gruppo De Bendetti S.p.A.

Dall'analisi delle motivazioni che spingono una società a procedere all'acquisto di azioni proprie si sono viste le molteplicità di ragioni dietro tale operazione che sono spesso di carattere finanziario, in quanto permette il sostegno dei corsi azionari e, talvolta, può essere una valida alternativa alla distribuzione di dividendi. Il buy-back può essere un utile strumento di *corporate governance* per la stabilità degli assetti proprietari difendendo la società da scalate ostili, oppure può essere finalizzato alla realizzazione di alcune operazioni straordinarie riguardanti il cambiamento della compagine sociale come, ad esempio, l'uscita di un socio e il passaggio generazionale. Inoltre, l'acquisto di azioni proprie risulta essere un valido strumento per diminuire "l'impiego finanziario" dei soci necessario per detenere il controllo di una società.

Tuttavia, si è sottolineato come tale operazione non sia esente da rischi, in quanto il *buy-back* implica il trasferimento della proprietà di alcune azioni dagli azionisti alla società stessa e ciò può influire notevolmente sia sugli equilibri di *corporate governance*, sia sull'effettività del capitale sociale. Il fatto che la società detenga le sue stesse azioni potrebbe dare la possibilità agli amministratori della società di esercitarne il diritto di voto influenzando indebitamente le decisioni dell'assemblea, motivo per il quale il legislatore ha stabilito che per le azioni proprie venga sospeso il diritto di voto per tutto il periodo in cui queste sono detenute nel portafoglio della società. Inoltre, si è visto come il legislatore ha risposto a possibili trattamenti discriminatori nei confronti dei soci nell'attuazione dell'acquisto di azioni proprie prevedendo che venga assicurata tra gli azionisti la medesima opportunità di vendere le proprie azioni alla società.

Nell'attuale disciplina, per ottemperare alle esigenze di tutela dell'effettività del capitale, le azioni proprie vanno iscritte in bilancio nella riserva negativa riducendo il valore del patrimonio netto. Questo cambiamento nel trattamento contabile delle azioni proprie è intervenuto nel 2015 mettendo fine allo storico dibattito dottrinale sulla classificazione dell'operazione di *buy-back*, considerandola una volta per tutte un'operazione di rimborso del capitale della società agli azionisti.

Inoltre, per garantire una maggiore tutela affinché l'operazione di acquisto di azioni proprie non pregiudichi il capitale e gli interessi dei soci è prevista la necessità di sottoporre la decisione di acquisto all'assemblea degli azionisti e quest'ultima deve approvarne le modalità, il numero massimo di azioni da acquistare e i corrispettivi massimi e minimi. Inoltre, è previsto un limite massimo di

azioni acquistabili pari alla quinta parte del capitale sociale, l'acquisto deve essere fatto nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili e, infine, possono essere acquistate solamente azioni interamente liberate.

Dall'analisi del trattamento delle azioni proprie nella fusione è emerso un differente atteggiamento espresso dalle norme che disciplinano il trattamento delle azioni proprie, in un caso restrittivo (art. 2504-ter c.c.) in presenza di un possesso attuale o potenziale di azioni proprie, e in un altro caso permissivo (art. 2357-bis, comma 1, n. 3, c.c.) in presenza di una fusione inversa. Tale divergenza deve essere spiegata non solo attraverso le differenti direttive comunitarie, ma soprattutto con ragioni fondamentalmente riconducibili all'estinzione o al perdurare della società emittente; per tale ragione, si è visto che nella fattispecie disciplinata dall'art. 2504-ter c.c. è previsto un divieto assoluto di assegnazione sia delle azioni *già* proprie, sia per quelle *potenzialmente* proprie.

In assenza di tale previsione, l'assegnazione di azioni proprie pregiudicherebbe l'effettività del capitale sociale e, quindi, l'art. 2504-ter c.c. funge da garanzia per l'effettività del capitale post-fusione, impedendo che si creino nuove azioni al servizio del rapporto di cambio in mancanza del relativo conferimento.

Infine, per avere un'evidenza pratica e concreta dell'importanza e del ruolo che le azioni proprie possono ricoprire in una fusione è stato presentato il caso della fusione per incorporazione di CIR in COFIDE. Il caso studio ha evidenziato quali siano gli effetti e i risultati del piano di riacquisto di azioni proprie effettuato dalla controllata CIR, che l'ha portata a detenerne un valore vicino al limite massimo stabilito per legge. Infatti, il *buy-back* pre-fusione di CIR ha portato diversi benefici sia in termini economici che strategici per il Gruppo. *In primis*, un sostegno dei corsi azionari di entrambe le società, ma soprattutto ha agevolato la fusione permettendo un rapporto di concambio che consentisse ai soci di COFIDE, in particolare la Fratelli De Benedetti S.p.A., di detenere un pacchetto azionario sufficiente per continuare a controllare il Gruppo. Inoltre, le azioni proprie detenute da CIR in sede di fusione sono state eliminate permettendo un minor effetto diluitivo dei soci di COFIDE nella nuova compagine societaria.

Le operazioni di *buy-back* e di fusione per incorporazione hanno reso possibile alla holding familiare di continuare a detenere il controllo dell'intero gruppo De Benedetti proseguendo così la loro strategia di creazione di valore per gli azionisti nel lungo periodo.

BIBLIOGRAFIA

- Abbadessa, P., & Portale, G. B. (2016). *Le società per azioni - Codice e norme complementari*. Milano: Giuffrè Editore.
- Antonucci, A. (1984). Diritti inerenti alle azioni proprie. In L. Buttaro, & A. Patroni Griffi, *La seconda direttiva CEE in materia societaria* (p. 405-426). Milano: Giuffrè Editore.
- Ardizzone, L. (2006). Articolo 2504-ter: Divieto di assegnazione di azioni o quote. In L. A. Bianchi, F. Ghezzi, P. Marchetti, & M. Notari, *Trasformazione - Fusione - Scissione: Artt. 2498-2506-quater c.c.* (p. 941-948). Milano: Egea.
- Ardizzone, L. (2008). Le azioni proprie nelle operazione sul capitale e nelle operazioni straordinarie. *Rivista delle società*, 1167-1178.
- Ardizzone, L. (2010). *Le azioni proprie nella fusione e nella scissione*. Milano: Giuffrè Editore.
- Asquith, P., & Mullins, D. W. (1986). Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues. *Financial management*, 15(3), 27-44.
- Avallone, F. G. (2013). *L'acquisto di azioni proprie, teoria e pratica a confronto*. Torino: G. Giappichelli Editore.
- Bertoni, A. (2011). *Bilancio consolidato temi avanzati*. Milano: Egea.
- Bianchi, L. A. (2002). *La congruità del rapporto di cambio*. Milano: Il Sole 24 Ore.
- Bianchi, L. A. (2006). *Trasformazione - Fusione - Scissione. Artt. 2498-2505-quater c.c.* Milano: Egea.
- Buongiorno, M. (2014). Le valutazioni finanziarie in merito alla determinazione del rapporto di cambio nelle fusioni e nelle scissioni. *La rivista delle operazioni straordinarie*, 36-40.
- Busani, A., & Urbani, F. (2018). Operzioni straordinarie: la fusione. *Le Società*, 354-372.
- Buttaro, L., & Patroni Griffi, A. (1984). *La seconda direttiva CEE in materia societaria*. Milano: Giuffrè Editore.
- Campobasso, G. (2015). *Diritto Commerciale - 2. Diritto delle società* (IX Edizione ed.). (M. Campobasso, A cura di) Milano: Utet Giuridica.
- Carbonetti, F. (1982). Acquisto di azioni proprie e patrimonio sociale. *Rivista delle società*, 1120-1150.
- Carbonetti, F. (1988). *L'acquisto di azioni proprie*. Milano: Giuffrè Editore.
- Carbonetti, F. (2010). Art. 2357 - Acquisto delle proprie azioni. In D. Floriano (A cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società* (Vol. II, p. 325-340). Padova: Piccin.

- Carbonetti, F. (2010). Art. 2357-bis - Casi speciali di acquisto delle proprie azioni. In D. Floriano (A cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società* (Vol. II, p. 341-347). Padova: Piccin.
- Carbonetti, F. (2010). Art. 2357-quater - Divieto di sottoscrizione di proprie azioni. In D. Floriano (A cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società* (Vol. II, p. 363-366). Padova: Piccin.
- Carbonetti, F. (2010). Art. 2357-ter - Disciplina delle proprie azioni. In D. Floriano (A cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società* (Vol. II, p. 348-361). Padova: Piccin.
- Carbonetti, F. (2010). Art. 2358 - Altre operazioni sulle proprie azioni. In D. Floriano (A cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società* (Vol. II, p. 367-374). Padova: Piccin.
- Carbonetti, F. (2010). Art. 2359-bis - Acquisti di azioni o quote da parte di società controllate. In D. Floriano (A cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società* (Vol. II, p. 383-387). Padova: Piccin.
- Carbonetti, F. (2010). Art. 2359-quater - Casi speciali di acquisto o possesso di azioni. In D. Floriano (A cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società* (Vol. II, p. 393-395). Padova: Piccin.
- Carbonetti, F. (2010). Art. 2359-quinquies - Sottoscrizione di azioni o quote della società controllante. In D. Floriano (A cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società* (Vol. II, p. 397). Padova: Piccin.
- Carbonetti, F. (2010). Art. 2360 - Divieto di sottoscrizione reciproca di azioni. In D. Floriano (A cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società* (Vol. II, p. 399-402). Padova: Piccin.
- Cian, M. (2017). *Diritto Commerciale*. Torino: G. Giappichelli Editore.
- Confalonieri, M. (2018). *Trasformazione, Fusione, Conferimento, Scissione e Liquidazione delle società - Aspetti civilistici, contabili e fiscali delle operazioni straordinarie*. Milano: Il Sole 24 Ore.
- Corapi, D. (1986, II). La sorte delle azioni proprie in caso di incorporazione della società che le possiede. *Rivista di Diritto Civile*, 451-454.
- De Angelis, L. (2002). Considerazioni sulla valutazione delle azioni proprie nel bilancio d'esercizio e sulla correlativa riserva. *Giurisprudenza commerciale*, I, 48-64.
- De Luca, N. (2012). *La società azionista e il mercato dei propri titoli*. Torino: G. Giappichelli Editore.
- De Luca, N. (2016). La riserva "negativa" per azioni proprie in portafoglio. *Rivista Le Società*, 5-12.
- De Petra, G. (1992). Azioni proprie e diritto di concambio nel D.Lg. n. 22/91 e adeguamento alla III direttiva C.E.E. in materia di fusioni societarie. *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*, 207-260.
- Dell'Atti, A. (2007). *Il passaggio generazionale nelle imprese familiari*. Bari: Cacucci Editore.

- Di Rienzo, M. (1992). Il divieto di operazioni sulle proprie quote nella società a responsabilità limitata. *Rivista delle Società*, 162-207.
- Di Sabato, F. (1992). La nuova disciplina della fusione. *Rivista di diritto dell'impresa*, 15.
- Fernandez, G. (2010). Le operazioni sulle proprie partecipazioni nella S.r.l. *Giurisprudenza Commerciale*, 763-800.
- Ferrara, F., & Corsi, F. (2009). *Gli imprenditori e le società*. Milano: Giuffrè Editore.
- Ferrarini, G. (2000). Le difese contro le O.P.A. ostili. Analisi economica e comparazione. *Rivista delle società*, 737-391.
- Figà-Talamanca, G. (1997). *Bilanci e organizzazione dei poteri dispositivi sul patrimonio sociale*. Milano: Giuffrè Editore.
- Garegnani, G. M. (2008). Note in tema di rappresentazione in bilancio dei valori originati nelle operazioni di fusione inversa. *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 863-887.
- Genovese, A. (1997). *L'invalidità dell'atto di fusione*. Torino: G. Giappichelli Editore.
- Graziani, A. (2019, Aprile 27). Parla Rodolfo De Benedetti: "Cir-Cofide, fusione senza vendite. Accordo pieno con Elkann su Gedi". Tratto da Il Sole 24 Ore: <https://www.ilsole24ore.com/art/parla-rodolfo-de-benedetti-cir-cofide-fusione-senza-vendite-accordo-pieno-elkann-gedi-ABfc46rB>
- Hamilton, R. W. (1989). *Corporation Finance - Cases and materials*. Minnesota: West Publishing Company.
- Keswani, A., Yang, J., & Young, S. E. (2007). Do share buybacks provide price support? Evidence from mandatory non-trading periods. *Journal of Business Finance and Accounting*, 34(5-6), 840-860.
- Kosnik, R. D. (1987). Greenmail: a study of board performance in corporate governance. *Administrative Science Quarterly*, III(2), 163-185.
- Lizza, F. (1983). *L'acquisto di azioni proprie nell'economia di impresa*. Varese: Giuffrè Editore.
- Magliulo, F. (2009). *La fusione delle società* (II Edizione ed.). Milano: IPSOA.
- Marchetti, P. (1991). Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni. *Rivista del Notariato*, 17-51.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Patroni Griffi, A., & Buttarò, L. (1993). *Problemi in tema di formazione del capitale e operazioni sulle azioni proprie*. Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane.
- Pavone La Rosa, A. (1997). Le attribuzioni dell'assemblea della società per azioni in ordine al compimento di atti inerenti alla gestione sociale. *Rivista delle società*, 1-17.
- Perotta, R., & Bertoli, L. (2015). *Le operazioni straordinarie - Conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione*. Milano: Giuffrè Editore.

- Portale, G. P. (1978). I bilanci straordinari delle società per azioni. *Rivista delle società*, 305-402.
- Pozzo, B. (2003). *L'acquisto di azioni proprie, la storia di un problema in un'analisi di diritto comparato*. Milano: Giuffrè Editore.
- Riccomagno, F., & Semprini, M. (2017). *Il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato dopo il D.Lgs. n. 139/2015 secondo l'interpretazione dei principi contabili nazionali e internazionali*. Milano: CEDAM.
- Salvadeo, S., & Pucci, E. (n. 10, 2016). Un esempio pratico di fusione inversa e le implicazioni ai fini ACE. *Amministrazione & Finanza*, 27-34.
- Santagata, C. (2004). Le fusioni. In G. Colombo, & G. Portale, *Trattato delle società per azioni* (p. 3-755). Torino: Utet.
- Santosuosso, P. (2004). *Le azioni proprie nell'economia dell'impresa*. Milano: Giuffrè Editore.
- Scotti Camuzzi. (1973). Acquisto delle proprie azioni, utile e utile d'esercizio. *Rivista delle società*, 1 ss.
- Serra, A. (2014). *Trasformazione, fusione, scissione*. Bologna: Zanichelli Editore.
- Serra, A., & Spolidoro, M. S. (1994). *Fusioni e scissioni di società - Commento al d.lg. 16 gennaio 1991 n. 22*. Torino: G. Giappichelli Editore.
- Sòstero, U., Cerbioni, F., & Saccon, C. (2018). *Bilancio consolidato: disciplina nazionale e IFRS* (Seconda Edizione ed.). Milano: McGraw-Hill.
- Tantini, G., Galgano, F., & Zanarone, G. (1985). *Trasformazione e fusione delle società* (Vol. VIII). Padova: Cedam.
- Zanetti, E. (2018). *Manuale delle operazioni straordinarie - Cessioni e Conferimenti d'azienda - Fusioni e Scissioni Societarie - Trasformazioni* (IV Edizione ed.). Torino: Eutekne.
- Zattoni, A. (2015). *Corporate Governance*. Milano: Egea.

RIFERIMENTI NORMATIVI

OIC 4 – *Fusione e scissione* (Gennaio 2007)

OIC 17 – *Bilancio consolidato e patrimonio netto* (Testo del principio contabile emanato nel dicembre 2016 ed aggiornato con gli emendamenti pubblicati il 29 dicembre 2017)

OIC 28 – *Patrimonio netto* (Testo del principio contabile emanato nel dicembre 2016 ed aggiornato con gli emendamenti pubblicati il 28 gennaio 2019)

IFRS 3 – *Aggregazioni aziendali*

SITOGRAFIA

Graziani, A. *Parla Rodolfo De Benedetti: “Cir-Cofide, fusione senza vendite. Accordo pieno con Elkann su Gedi”*, 27 aprile 2019, *IlSole24Ore*. [Disponibile su: <https://www.ilsole24ore.com/art/parla-rodolfo-de-benedetti-cir-cofide-fusione-senza-vendite-accordo-pieno-elkann-gedi-ABfc46rB>].

Per la documentazione riguardante la fusione e i bilanci annuali di CIR e COFIDE:

<https://www.cirgroup.it/>

<http://www.consob.it/>