

Quaderni giuridici

Assistenza finanziaria e operazioni "bacciate"

A. Paolini, T.N. Poli

Con presentazione di C. Angelici

31

maggio 2024



L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Concetta Brescia Morra, Paola Deriu, Rossella Locatelli, Caterina Lucarelli, Marco Maugeri, Francesco Nucci, Francesco Saita, Umberto Tombari, Gianfranco Trovatore, Marco Ventoruzzo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Paola Maione

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

Assistenza finanziaria e operazioni "bacciate"

A. Paolini, T.N. Poli^(*)

Abstract

Il lavoro esamina il perimetro dell'assistenza finanziaria nell'ambito delle operazioni sulle azioni proprie e ripercorre la genesi dell'introduzione del divieto di assistenza finanziaria per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, la successiva evoluzione normativa, le condizioni di ammissibilità, le affinità e le differenze con le operazioni di *merger leveraged buy out*. Nella seconda parte lo scritto indaga il fenomeno oltre il diritto societario, analizzandone le peculiarità nell'ordinamento bancario e le interferenze con la disciplina dei servizi di investimento e della concorrenza. Nell'ultima parte lo studio illustra gli effetti negoziali delle operazioni di assistenza finanziaria in violazione delle disposizioni di legge, sia di quelle codicistiche che fissano gli elementi di ammissibilità della concessione di prestiti e garanzie per l'acquisto di azioni proprie, sia di quelle in materia di intermediazione finanziaria, che stabiliscono doveri di diligenza, trasparenza e correttezza.

Keywords: assistenza finanziaria, operazioni "bacciate", prodotti abbinati, *merger leveraged buy out*, intermediazione finanziaria.

(*) Alessandra Paolini – Università La Sapienza Roma;
Tommaso Nicola Poli – CONSOB, Ufficio Studi Giuridici.

Si ringrazia Claudia Gallucci per i commenti ricevuti. Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

Indice

| | |
|---|----|
| PRESENTAZIONE (C. Angelici) | 7 |
| CAPITOLO PRIMO | |
| L'assistenza finanziaria: la descrizione del fenomeno (T.N. Poli) | |
| 1 La nozione di assistenza finanziaria | 11 |
| 2 Il divieto di assistenza finanziaria | 13 |
| 3 Le differenti fattispecie di assistenza finanziaria vietate | 14 |
| 4 L'emersione del fenomeno nella prassi – indici presuntivi | 17 |
| CAPITOLO SECONDO | |
| L'assistenza finanziaria nel diritto societario (A. Paolini – T.N. Poli) | |
| 1 La genesi e la <i>ratio</i> del divieto di assistenza finanziaria | 21 |
| 1.1 Dal codice di commercio alla prima direttiva in materia societaria | 21 |
| 1.2 <i>Ratio</i> complessa dell'art. 2358 c.c. | 23 |
| 1.3 I successivi sviluppi | 26 |
| 2 La struttura e la disciplina delle operazioni di assistenza finanziaria | 27 |
| 2.1 Le fattispecie rilevanti e il collegamento negoziale | 27 |
| 2.2 L'assemblea straordinaria e la relazione degli amministratori | 31 |
| 2.3 I limiti quantitativi e la riserva disponibile | 32 |
| 2.4 I soggetti beneficiari dell'assistenza finanziaria | 33 |
| 3 Assistenza finanziaria e <i>merger leveraged buy out</i> | 34 |
| 3.1 Assistenza finanziaria e <i>merger leveraged buy out</i> : una questione definitoria | 34 |
| 3.2 L'originario divieto e le aperture della dottrina e della giurisprudenza di merito | 35 |
| 3.3 <i>Merger leveraged buy out</i> : la qualificazione del fenomeno | 38 |
| 3.4 <i>Merger leveraged buy out</i> e art. 2358 c.c. | 40 |

CAPITOLO TERZO

L'assistenza finanziaria e la sua disciplina nell'ordinamento bancario

(A. Paolini)

| | |
|---|-----------|
| 1 Assistenza finanziaria e attività bancaria (e finanziaria) | 43 |
| 1.1 L'assistenza finanziaria tra attività istituzionale e operazione strumentale | 43 |
| 1.2 Le peculiarità in ambito bancario. La rilevanza dell'elemento soggettivo per l'integrazione della fattispecie | 44 |
| 1.3 Incidenza sul patrimonio di vigilanza delle banche | 46 |
| 1.4 Cautele interpretative | 47 |
| 1.5 Banche in l.c.a. e procedibilità delle domande | 48 |
| 2 Assistenza finanziaria e attività creditizia a scopo mutualistico | 49 |
| 2.1 L'applicazione dell'art. 2358 c.c. alle cooperative | 50 |
| 2.2 ... e alle cooperative bancarie | 52 |

CAPITOLO QUARTO

L'assistenza finanziaria nella disciplina dei servizi di investimento e nella concorrenza

(T.N. Poli)

| | |
|--|-----------|
| 1 L'assistenza finanziaria oltre il diritto societario | 55 |
| 2 Assistenza finanziaria e sistemi alternativi di risoluzione delle controversie | 57 |
| 3 La violazione delle regole in materia di intermediazione finanziaria | 58 |
| 3.1 Sulla qualificazione dell'offerta di prodotti abbinati di servizi di investimento | 58 |
| 3.2 Sulla violazione del dovere di diligenza, correttezza e trasparenza | 59 |
| 4 La qualificazione dei finanziamenti baciati come pratiche commerciali scorrette | 62 |

CAPITOLO QUINTO

Le conseguenze della violazione del divieto di assistenza finanziaria

(A. Paolini-T.N. Poli)

| | | |
|---|---|----|
| 1 | Le diverse ricostruzioni | 65 |
| 2 | La tesi della nullità | 66 |
| 3 | La doppia nullità e il collegamento negoziale. Tutela del terzo inconsapevole | 68 |
| 4 | Gli effetti dell'invalidità e le pretese restitutorie | 71 |
| 5 | La condotta decettiva dell'intermediario finanziario e la tesi dell'annullabilità | 72 |
| 6 | Pluralità di interventi e delimitazione delle competenze delle Autorità di settore | 74 |

| | | |
|--|---------------------|-----------|
| | Bibliografia | 77 |
|--|---------------------|-----------|

Presentazione

C. Angelici^(*)

Se il compito di introdurre è in definitiva, come ancor più esplicito in altre lingue, quello di presentare, e se presentare significa segnalare agli interlocutori, nel presente caso ai lettori, caratteristiche idonee a comprendere profili di individualità di ciò che si vuole presentare, strategia probabilmente la più utile per il presentatore è quella di comunicare le impressioni che la lettura del presente Quaderno gli ha provocato.

Non si tratta infatti con una presentazione di condividere oppure no le soluzioni prospettate, quanto di segnalare i possibili ricavi di uno studio; il che può in primo luogo avvenire segnalando i propri.

E sotto questo punto di vista credo indubbio che il Quaderno apporti in primo luogo un contributo di chiarezza in materia per un verso di sicura attualità e per un altro tradizionalmente incerta.

Basta ricordare, per il secondo profilo, che fin dalla prima emanazione dell'art. 2358 c.c. si è discusso in merito alla sua *ratio*, una discussione che successivi interventi normativi hanno tutt'altro che sopito. E basta ancora ricordare che, proprio a causa dell'incertezza su questo aspetto decisivo, non sono mancate le opinioni tese ad ampliare la portata della norma codicistica al di là della sua formulazione letterale, come una sorta di statuto generale dei rapporti finanziari fra società e socio: la proposta di ricavarne un più generale divieto per la prima di assistere finanziariamente il secondo.

Ma sono questi temi ormai largamente superati e di essi giustamente il Quaderno non si occupa. Il loro ricordo consente però di comprendere l'utilità di un'opera la quale, in certo modo superando discussioni generali ormai largamente inattuali, con precisione individua le questioni tecnico-applicative e consente al lettore di rendersene pienamente consapevole.

La sensazione è anzi che il Quaderno possa agevolare, proprio in virtù della sua linearità e chiarezza, la comprensione delle vicende di cui si occupa nei due aspetti in ogni caso ineliminabili e centrali per l'indagine giuridica, quello della *fattispecie* e l'altro della *disciplina*.

Con riferimento al primo, che empiricamente si caratterizza per il concorso dei due momenti dell'assistenza finanziaria e dell'acquisizione delle partecipazioni, mi pare soprattutto significativo aver adottato la prospettiva dell'*operazione economica*:

(*) Carlo Angelici - Università La Sapienza Roma.

la quale, se non m'inganno, suggerisce una *unità* per così dire più intensa rispetto a quella predicabile nelle consuete ipotesi di collegamento negoziale. L'operazione è in quanto tale unica e le sue diverse frazioni non sono pensabili separatamente: nel senso che, quando ciò avviene, non si tratta più di quell'operazione, ma eventualmente di un'altra; e nel senso che neppure si pone un problema di come le sorti di una parte della vicenda possano influenzare le altre.

Il che peraltro significa, per un aspetto di significativa rilevanza applicativa, che tale vicenda, quella di assistenza finanziaria di cui all'art. 2358 c.c., è giuridicamente riconoscibile non tanto e non soltanto in una valutazione oggettiva, quanto per un momento di *condivisione* delle parti: nel senso che anche in termini soggettivi deve essere riconoscibile il loro comune intento che l'assistenza finanziaria sia funzionale e utilizzata per l'acquisizione di partecipazioni. Un'esigenza la quale, ovviamente, può essere soddisfatta solo considerando indici oggettivi, in definitiva presuntivi; e che perciò non a caso si è presentata e si presenta in termini di particolare criticità per le società operanti nel settore bancario e ancor più per quelle in forma cooperativa. In questi ultimi casi, infatti, è ben più plausibile (e, per così dire, meno sospetto) la prestazione di servizi di assistenza finanziaria e ancora più plausibile, in una prospettiva mutualistica, che ciò avvenga a favore di chi è o può divenire socio.

D'altra parte questo profilo dell'unità dell'operazione economica e della condivisione del suo obiettivo apre la strada, quando ciò avviene in violazione dell'art. 2358 c.c., per l'utilizzazione di schemi civilistici fra i più tradizionali: come quelli, nell'ipotesi in cui l'operazione non corrisponde ai requisiti richiesti dalla legge, della causa illecita ovvero, a mio parere preferibilmente, del motivo illecito (poiché, secondo questa prospettiva in certo modo per definizione, comune).

Ne possono anche risultare prospettive di sicuro interesse per un tema sicuramente centrale, quello dei rimedi e della loro influenza sulla sorte delle operazioni "bacciate". Un tema sul quale il Quaderno si esprime con meritoria chiarezza e, anche in virtù di ciò, può suggerire ulteriori riflessioni, così contribuendo a illustrare una situazione non priva di ambiguità e incertezze.

Viene da pensare in effetti che ciò sia frutto non solo dell'ambiguità stessa di un'alternativa fra «nullità» e «inefficacia» (ambiguità che può risultare evidente solo considerando che, salvo ulteriori specificazioni, la seconda individua il significato operativo della prima; e infatti l'art. 1398 c.c. caratterizza il tema espressamente in termini di «validità»), ma anche della varietà di forme giuridiche in cui l'operazione può concretamente realizzarsi e, direi soprattutto, dei differenti interessi nei vari casi coinvolti.

La (mia) sensazione è cioè che l'operazione economica debba essere considerata (unitariamente, ma) anche alla luce delle forme giuridiche che può assumere in concreto e che, determinando esse la rilevanza anche di ulteriori interessi, pure per la considerazione di questi i rimedi debbano caratterizzarsi.

Il che in concreto significa, poiché la «assistenza finanziaria» non presenta varianti in grado di coinvolgere interessi ulteriori rispetto a coloro che hanno condiviso l'operazione (la società e chi con essa acquisisce le partecipazioni), l'esigenza di distinguere i modi in cui le azioni vengono acquistate.

Osserverei così, senza alcuna pretesa di approfondimento, che quando ciò avviene sottoscrivendo un aumento di capitale, non possono essere senza rilievo gli interessi alla sua stabilità, quelli in definitiva evidenziati dall'art. 2379 *ter* c.c.: con il problema allora se il sottoscrittore possa addurre a fondamento di una pretesa alla restituzione del conferimento l'aver partecipato a un'operazione in violazione dell'art. 2358 c.c.

D'altra parte, quando l'assistenza finanziaria viene utilizzata per acquistare le partecipazioni da terzi, sembra in via di principio difficile coinvolgerli in una eventuale eliminazione dell'operazione, salvo ovviamente il caso che pur essi abbiano partecipato alla sua piena condivisione. Sicché l'acquisto non può non rimanere valido ed efficace e l'eventuale nullità resterebbe circoscritta al rapporto finanziario fra società e (chi in tal modo è divenuto) socio, rimanendo peraltro impregiudicata, come del resto anche nel caso prima accennato, la possibilità di azioni risarcitorie della prima nei confronti degli amministratori.

E ancora, con riferimento all'ipotesi stilizzata nella quale sono acquistate partecipazioni nel portafoglio della stessa società, sia essa cioè ad alienarle con l'operazione in discorso, pare a chi scrive ben difficile non discutere di una vera e propria nullità: se non altro nel senso, se si preferisse parlare di «inefficacia», di dover parlare di una inefficacia *assoluta*; poiché è *re ipsa* la condivisione dell'abuso e non vi è spazio per ipotesi di efficacia successiva che non implicino una rinnovazione della operazione (non una sua convalida e/o ratifica).

Mi sentirei di dire che in ogni caso l'ipotesi non si comprende nella prospettiva dei poteri degli amministratori e della loro opponibilità, ma che anche volendo ciò dovrebbe riconoscersi implicita nella vicenda la proponibilità di una *exceptio doli* (se si vuol dire, non del tutto dissimile da quanto previsto nel secondo comma dell'art. 2384 c.c.), in termini che non sembrano apprezzabilmente divergere da un discorso in termini di nullità.

Ma approfondire questi aspetti va ben oltre il compito di una presentazione. E penso che le poche parole che precedono siano già sufficienti a segnalare l'importanza del Quaderno e le suggestioni che lo studioso può derivarne.

L'assistenza finanziaria: la descrizione del fenomeno

(T.N. Poli)

CAPITOLO PRIMO

1 La nozione di assistenza finanziaria

L'assistenza finanziaria è un fenomeno eterogeneo, che coinvolge settori particolarmente vasti e che può assumere diverse forme giuridiche. In questa sede si analizza il fenomeno dell'assistenza finanziaria – intesa come concessione di prestiti o di garanzie – per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie¹.

In ambito civilistico l'erogazione del credito è attività svolta istituzionalmente da banche e altri intermediari autorizzati ex art. 106, comma 1, D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, c.d. TUB), e a tali soggetti ne è riservato l'esercizio nei confronti del pubblico².

I contratti di credito bancario costituiscono una *species* del *genus* dei finanziamenti³. L'ordinamento non definisce la categoria dei finanziamenti; la dottrina, dal canto suo, ha individuato i caratteri strutturali di tali operazioni senza che su di esse possa incidere la qualificazione del soggetto erogatore dell'utilità finanziaria⁴.

In linea di principio il prototipo delle operazioni di finanziamento è il contratto di mutuo, nel quale possono essere individuati alcuni caratteri fondamentali: l'attribuzione patrimoniale, la restituzione del *tantundem* e la durata. Ma vi sono una molteplicità di fattispecie che possono assumere una causa di finanziamento, accomunate tutte dalla messa a disposizione di mezzi economici. In esse l'indicazione specifica della destinazione non incide sulla causa negoziale salvo che la legge preveda o le parti abbiano pattuito una determinata finalità quale elemento essenziale del contratto⁵.

- 1 Per la genesi e l'evoluzione dell'istituto v. Cap. II.
- 2 Ad essere riservata alle banche e agli altri intermediari autorizzati è l'esercizio dell'attività di concessione dei finanziamenti, svolta nei confronti del pubblico; ai sensi dell'art. 3, D.M. 2 aprile 2015, n. 53, l'attività si considera esercitata nei confronti del pubblico "qualora sia svolta nei confronti dei terzi con carattere di professionalità". Restano pertanto fuori dalla riserva di cui all'art. 106 TUB i contratti di finanziamento prestati occasionalmente, nonché quelli non rivolti al pubblico (al riguardo v. anche le specifiche ipotesi di cui all'art. 3, comma 2, D.M. 52/2015).
- 3 R. CLARIZIA, *Finanziamento (dir. priv.)*, in *Noviss. Digesto*, Vol. III Agg., Torino, 1982, pp. 754 ss.; M. FRAGALI, voce *Finanziamento (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XVII, Milano, 1968, pp. 605 ss.
- 4 Con una serie di decreti del Ministero del Tesoro (da ultimo il D.M. 53/2015) sono state specificate le attività di concessione del credito di cui all'art. 106 TUB, stabilendo che «per attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma si intende la concessione di crediti, ivi compreso il rilascio di garanzie sostitutive del credito e di impegni di firma. Tale attività comprende, tra l'altro, ogni tipo di finanziamento erogato nella forma di: a) locazione finanziaria; b) acquisto di crediti a titolo oneroso; c) credito ai consumatori, come definito dall'art. 121 t.u.b.; d) credito ipotecario; e) prestito su pegno; f) rilascio di fidejussioni, avalli, apertura di credito documentaria, girate, impegno a concedere credito, nonché ogni altra forma di rilascio di garanzie e di impegni di firma». Per alcune questioni interpretative sull'ambito di estensione della riserva A. PAOLINI, *Acquisto di crediti e riserve di attività*, in *Riv. dir. comm.*, n. 1, 2023, II, pp. 23 ss.
- 5 In questo senso R. CLARIZIA, *La causa di finanziamento*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 3, 1982, II, pp. 580 ss., ma cfr. M. FRAGALI, *Il mutuo*, in SCIALOJA – BRANCA (a cura di), *Comm. cod. civ.*, Bologna-Roma, 1966, pp. 75 ss., per il quale i negozi di finanziamento sono solo quelli ad utilizzazione vincolata. Si tratta di un orientamento che trova conferma nella

Tra i negozi tipici rientrano i finanziamenti per cassa (mutui, aperture di credito, anticipazione, sconti, acquisti di credito) ma anche la prestazione di garanzie, reali o personali (fideiussioni, avalli, pegno o ipoteca), mentre altri contratti, riservati all'attività creditizia, sono previsti nella legislazione di settore in materia bancaria⁶. Vi sono inoltre contratti riconducibili ad una categoria generica nella quale possono rientrare una serie di schemi negoziali atipici che sono stati sviluppati nelle transazioni commerciali (*ex multis, leasing, sale and lease back, forfaiting, project financing*) e parzialmente recepiti, nel tempo, dal legislatore nazionale.

Queste differenti operazioni di assistenza finanziaria sono di per sé lecite, ma talvolta alcuni schemi operativi o pattuizioni negoziali possono pregiudicare gli interessi di categorie di soggetti, o costituire modalità per eludere l'applicazione di norme imperative. In questo studio si vuole esaminare una particolare fattispecie di assistenza finanziaria, per la quale il legislatore ha dapprima previsto un divieto assoluto, e successivamente ha subordinato la sua ammissibilità alla sussistenza di taluni presupposti.

Il lavoro, dopo avere esaminato il perimetro dell'assistenza finanziaria nell'ambito delle operazioni sulle azioni proprie, intende ripercorrere la genesi dell'introduzione del divieto di assistenza finanziaria per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, la successiva evoluzione normativa, le condizioni di ammissibilità, le affinità e le differenze con le operazioni di *merger leveraged buy out*.

Nella seconda parte lo scritto si propone di allargare il campo di indagine oltre il diritto societario e analizzare le peculiarità delle operazioni di assistenza finanziaria nell'ordinamento bancario, ove la concessione del credito costituisce attività istituzionale per banche e altri intermediari autorizzati. Si analizzeranno inoltre le interferenze delle operazioni di assistenza finanziaria con la disciplina dei servizi di investimento e della concorrenza, che coinvolgono le autorità di settore del mercato.

Nell'ultima parte lo scritto intende indagare gli effetti negoziali della stipulazione di operazioni di assistenza finanziaria in violazione delle disposizioni di legge, sia di quelle codicistiche che fissano gli elementi di ammissibilità della concessione di prestiti e garanzie per l'acquisto di azioni proprie, sia di quelle in materia di intermediazione finanziaria, che stabiliscono doveri di diligenza, trasparenza e correttezza, alla tutela delle quali sono preposte rispettivamente le autorità giurisdizionali e i sistemi alternativi di risoluzione delle controversie.

giurisprudenza più risalente (Cass., 22 febbraio 1957, n. 662, in *Banca Borsa tit. cred.*, 1957, II, p. 34; Cass., 4 dicembre 1957, n. 4567, in *Foro Pad.*, 1958, I, p. 13; Cass., 2 ottobre 1972, n. 2796, in *Giust. civ.*, 1973, I, p. 1009) ma ormai superato dai più recenti arresti nei quali si sottolinea che la destinazione a determinate finalità non costituisce elemento essenziale dello schema negoziale del finanziamento, salvo che la legge lo abbia previsto espressamente. Si veda, *ex multis*, Cass. civ., Sez. III, 12 settembre 2014, n. 19282, in *Giur. comm.*, n. 4, 2015, II, pp. 748 ss., con nota di P. BUONTEMPI, *Valido il mutuo fondiario per estinguere debiti pregressi del mutuatario verso la banca mutuante*, *ivi*, pp. 752 ss.

6 Tra questi si possono menzionare il credito fondiario (art. 38 TUB); il credito alle opere pubbliche (art. 42 TUB), il credito agrario o peschereccio (art. 43 TUB), i finanziamenti alle imprese (art. 46 TUB), il microcredito (art. 111 TUB) e il credito immobiliare ai consumatori (art. 120-quinquies TUB).

2 Il divieto di assistenza finanziaria

Il divieto di assistenza finanziaria riguarda le operazioni di concessione di prestiti e di garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni. Salvo per alcune fattispecie escluse dalla giurisprudenza di legittimità⁷, sin dalle origini⁸ il divieto di assistenza finanziaria riguardava ogni forma di agevolazione, indipendentemente dal momento, anteriore o successivo, dell'esecuzione dell'investimento rispetto a quello del finanziamento⁹. All'interno della più ampia nozione di assistenza finanziaria si possono individuare le cc.dd. operazioni "bacciate", laddove sia individuabile un chiaro abbinamento tra la concessione della provvista finanziaria (in genere prestata da soggetti che concedono credito professionalmente, quali le banche e gli intermediari finanziari ex art. 106 TUB) e l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni¹⁰.

Secondo parte della dottrina¹¹, a seguito della novella dell'art. 2358 c.c. nel 2008, elemento indefettibile per la rilevanza della fattispecie ai fini della disciplina in

- 7 Tra queste è possibile menzionare la decisione della Cass. civ., Sez. I, 4 agosto 2009, n. 17936, in *Giust. civ. Mass.*, n. 9, 2009, p. 1251, e in *Giur. comm.*, n. 6, II, 2010, p. 1104, con nota di C. CINCO, *Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria*, in *Giur. comm.*, n. 6, 2010, II, pp. 1106 ss., che aveva escluso dal divieto di assistenza finanziaria, nel testo applicabile *ratione temporis* ai fatti di causa, una fattispecie nella quale una società e un terzo avevano stipulato una transazione avente per oggetto la rinuncia ad una pretesa creditoria da parte della società nei confronti del terzo, a fronte dell'impegno del medesimo terzo a sottoscrivere o acquistare azioni della società. In senso difforme Corte di Appello di Milano, 18 giugno 2004, in *Soc.*, 2004, p. 1259, con nota di V. SALAFIA, che, giudicando sulla legittimità di un negozio transattivo, avente per oggetto la rinuncia di una società di capitali ad una pretesa creditoria nei confronti di un'altra, che aveva sottoscritto un aumento di capitale della prima, ha stabilito l'applicazione della sanzione della nullità per frode alla legge qualora sia dimostrata l'esistenza del credito rinunciato e la contestualità dell'operazione di finanziamento.
- 8 Già l'art. 144 del Codice del commercio del 1882 aveva consacrato un divieto assoluto di anticipazione delle proprie azioni nei confronti degli amministratori. Con l'entrata in vigore del Codice civile del 1942, l'art. 2358 c.c., nella sua formulazione iniziale, ha assunto il seguente tenore letterale: «La società non può fare anticipazioni sulle proprie azioni, né prestiti a terzi per acquistarle». Successivamente la disposizione ha ricevuto due interventi normativi. Dapprima, il legislatore italiano ha dato attuazione all'art. 23 della seconda direttiva societaria del 1976 (dir. 77/91/CEE), con l'art. 12 d.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30, modificando l'art. 2358 c.c. con un nuovo testo in base al quale «(l)la società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie». Successivamente, il divieto assoluto di assistenza finanziaria – in attuazione di un ulteriore intervento normativo UE (dir. 2006/68/CE) che ha da una parte novellato l'art. 23, par. 1, e, dall'altra, introdotto l'art. 23-bis della seconda direttiva societaria (ora artt. 64 e 65 dir. 2017/1132/UE) – è stato abrogato, con il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 142, ed è stato sostituito con una nuova disposizione che ha consentito il fenomeno dell'assistenza finanziaria. La disposizione attualmente stabilisce: «La società non può, direttamente o indirettamente, accordare prestiti né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, se non alle condizioni previste dal presente articolo».
- 9 In questo senso A. ALBANESE, *Operazioni sulle proprie azioni (e leveraged buy out) nel nuovo diritto societario*, in *Contr. impr.*, n. 2, 2007, p. 372; *Id.*, *Azioni o quote proprie e divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.*, in *Resp. civ.*, n. 6, 2005, p. 557. Si rinvia per un'indicazione delle fattispecie nelle quali il prestito o la garanzia possono essere ricompresi a F. CARBONETTI, *sub art. 2358 – Altre operazioni sulle proprie azioni*, in F. D'ALESSANDRO (a cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Vol. II, Padova, 2010, p. 368, e a V. SALAFIA, *Configurabilità degli elementi previsti dall'art. 2358*, in *Soc.*, n. 5, 2003, p. 683. Con particolare riferimento alle garanzie sono state ricomprese sia le garanzie reali sia quelle personali, come le fideiussioni, stipulate dalla società a garanzia del finanziamento. Cfr. Cass. civ., Sez. I, 13 luglio 1981, n. 4540, in *Foro it.*, n. 1, 1982, p. 148, e in *Riv. not.*, 1981, p. 928.
- 10 Come sottolineano da A. DOLMETTA – U. MALVAGNA, *Banche venete e problemi civilistici di lettura costituzionale del decreto-legge n. 99/2017*, in *Riv. dir. banc. (rivista.dirittobancario.it)*, n. 3, 2017, I, p. 304, quest'espressione proviene dal gergo corrente, viene in genere riferita a operazioni poste in essere da banche, e indica «l'abbinamento – più o meno "forzato" – della vendita di azioni con l'erogazione di credito da parte della banca». Sull'assistenza finanziaria *ex multis* S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, Milano, 2012; A. VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006; M. BIONE, *Sub. Art. 2358 c.c.*, in G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, Napoli, 2004, pp. 386 ss.
- 11 S. CACCHI PESSANI, *op. ult. cit.*, pp. 71 ss.

materia di assistenza finanziaria è l'esistenza di un'operazione di credito per effetto della quale la società iscrive un credito o assume l'obbligo di dovere iscrivere un credito (per regresso) nell'attivo del bilancio. Un credito che di per sé non assicura l'effettiva copertura del capitale o, in caso di aumento di capitale, del contestuale incremento del patrimonio reale della società, comportando il rischio di realizzare un'effettiva perdita del capitale sociale ove, in assenza di altre garanzie provenienti dal patrimonio del sottoscrittore o dell'acquirente delle azioni, l'unica garanzia sia costituita dalla capacità eventuale della società di produrre utili che, una volta distribuiti, consentano al socio finanziato di onorare i suoi impegni nei confronti della società. Se ne deduce che un'attribuzione patrimoniale da parte della società a favore di un terzo o di un socio volta, indirettamente, a favorire la sottoscrizione o l'acquisto da parte di quest'ultimo di azioni proprie non ricadrà nel divieto di assistenza finanziaria qualora l'apporto abbia una autonoma causa giuridica e non comporti l'assunzione di una obbligazione con relativa iscrizione di un credito nell'attivo di bilancio della società. Ad esempio, se la società acquista un bene da un terzo (anche per un prezzo superiore al suo valore di mercato) e poi quest'ultimo con la provvista ricevuta sottoscrive o acquista le azioni proprie della medesima società, allora non troverà applicazione la disciplina dell'assistenza finanziaria, bensì rileveranno le disposizioni del Codice civile in materia di conflitto di interessi, di responsabilità degli amministratori e di conferimenti in natura e acquisti pericolosi. Si deve tuttavia tenere presente come, tradizionalmente, la portata del divieto sia sempre stata intesa da dottrina e giurisprudenza in senso ampio, riconducendo ad essa ogni forma di agevolazione finanziaria finalizzata a favorire l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, comprese le dilazioni di pagamento, le modifiche di rapporti giuridici preesistenti, le transazioni¹².

Tra gli elementi discriminanti rileva inoltre¹³ l'intenzione della società di volersi intromettere nelle vicende circolatorie delle partecipazioni sociali e alterare la spontanea formazione della domanda e dell'offerta del mercato delle sue azioni, con l'obiettivo di definire una nuova struttura azionaria della compagine sociale; tali intenti, ai fini del superamento del divieto, dovranno essere esplicitati e giustificati da parte degli amministratori in una apposita relazione, che dovrà indicare le ragioni, gli obiettivi imprenditoriali e lo specifico interesse dell'operazione, e sarà sottoposta alla deliberazione dell'assemblea straordinaria a tutela dell'interesse dei soci e dei creditori.

3 Le differenti fattispecie di assistenza finanziaria vietate

In presenza di queste caratteristiche di fondo, il fenomeno dell'assistenza finanziaria può assumere molte fisionomie sul piano pratico, vuoi perché l'investimento azionario da parte del terzo o del socio può precedere e non seguire necessariamente

12 Invero, il divieto di assistenza finanziaria ha avuto, anche nella giurisprudenza di legittimità (Cass. civ., Sez. I, 14 maggio 2004, n. 9194, in *Giust. Civ. Mass.*, 2004, p. 5; Cass. civ., Sez. I, 4 ottobre 1984, n. 4916, in *Foro it.*, 1985, I, p. 2069), un'interpretazione molto rigorosa che, sebbene elaborata con riferimento all'acquisto di quote societarie, ha finito per comprendere anche l'ipotesi di acollo, da parte della società, del debito derivante dalla compravendita delle proprie quote. Sulla questione v. *infra*, Cap. II, par. 2.

13 Pone in particolare rilievo tale aspetto, alla luce della disciplina novellata S. CACCHI PESSANI, *op. ult. cit.*, pp. 71 ss.

il finanziamento della società, vuoi perché la concessione del finanziamento o della garanzia non deve necessariamente provenire, almeno formalmente, dalla società emittente o alienante.

Tradizionalmente, infatti, le fattispecie tipiche di assistenza finanziaria si caratterizzano per essere finalizzate (*rectius*, dirette) alla sottoscrizione o all'acquisto di azioni proprie. Contrariamente a quanto asserito da una parte della dottrina¹⁴, questa circostanza non comporta che l'erogazione del finanziamento o la concessione della garanzia debbano precedere necessariamente l'investimento azionario da parte del terzo o del socio, in quanto una differente scansione cronologica non esclude l'applicazione dell'assistenza finanziaria purché le differenti operazioni si presentino quali elementi di un complessivo negozio unitario.

Anzitutto, la previsione dell'assistenza finanziaria "indiretta" potrebbe costituire un argomento a favore dell'individuazione della fattispecie di assistenza finanziaria "successiva", così come di tutte quelle combinazioni di schemi negoziali che realizzano effetti equivalenti a quelli tipici¹⁵. A qualificare pertanto l'assistenza finanziaria non dovrebbe essere il momento di erogazione del finanziamento ma piuttosto la connessione causale tra l'operazione e l'investimento azionario¹⁶ e, quindi, la sussistenza dei già citati criteri di qualificazione dell'assistenza finanziaria, ovvero il finanziamento o l'assunzione del rischio di un credito da parte della società nei confronti dell'investitore e l'intromissione della società nelle vicende relative alla circolazione delle partecipazioni sociali¹⁷.

Si spiega allora la qualificazione in termini di operazioni bacciate di tutte quelle iniziative commerciali complesse che subordinano la concessione o la determinazione di condizioni più vantaggiose dei prestiti al preventivo ingresso nella compagnia sociale e, quindi, alla sottoscrizione o acquisto di azioni (i cc.dd. "prodotti abbinati")¹⁸. A questo riguardo, la prassi applicativa della vigilanza delle *authorities* sembra

14 Contrario alla riconducibilità dell'assistenza finanziaria successiva nella cornice legale dell'art. 2358 c.c. G.P. ACCINNI, *Concessione di prestiti o garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, n. 1-2, 1994, p. 182, il quale, muovendo dal requisito teleologico che dovrebbe avere il finanziamento rispetto all'investimento azionario, deduce la necessaria priorità temporale del primo rispetto al secondo. Nel medesimo senso A. VICARI, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in AA.VV., *Scritti in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 645 ss., spec. p. 670, che rinviene un indice ostativo all'applicazione della disposizione nella parte in cui stabilisce che gli amministratori debbono predisporre una relazione che contenga il prezzo di acquisto delle azioni da parte del terzo, sembrando riferirsi soltanto all'erogazione del finanziamento o della garanzia prima dell'acquisto delle azioni.

15 Sulla portata espansiva dell'avverbio "indirettamente", inserito nella disposizione dell'art. 2358 c.c. cfr. A. VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, cit., pp. 9, 58 e 123.

16 In questo senso la decisione dell'ACF di gennaio 2018, n. 204. In conformità a questo indirizzo cfr. la pronuncia della Corte di Cassazione civile, Sez. I, 19 giugno 2013, n. 15398, per la quale il momento dell'assistenza finanziaria è ininfluente. In dottrina, favorevole a questa impostazione S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria per la sottoscrizione e l'acquisto delle azioni*, cit., p. 70.

17 Secondo A.A. DOLMETTA, *Il merger leveraged buy out nella legge delega n. 366/2001: la target da s.p.a. a s.r.l.*, in *Corr. giur.*, n. 2, 2002, p. 241, «(n)el contesto dell'art. 2358 c.c. [...] il momento temporale della prestazione di garanzia non riveste alcun particolare significato: sarebbe un vero e proprio *nonsense* forzare la connessione espressa da questa norma ("fornire garanzie per l'acquisto"), sino a negarne natura funzionale e creargliene una di taglio meramente cronologico».

18 Una definizione di prodotti abbinati è rinvenibile nell'art. 4, par. 1, punto 42, della direttiva UE del 15 maggio 2014 n. 2014/65/UE (c.d. *MiFID*) che qualifica «pratica di vendita abbinata» come «offerta di un servizio di investimento insieme a un altro servizio o prodotto come parte di un pacchetto o come condizione per l'ottenimento dello stesso accordo o pacchetto». Su questi prodotti abbinati si rinvia ad *ESMA, Orientamenti sulle pratiche di vendita abbinata*, 11 luglio

inequivocabilmente aderire ad una visione sostanziale dell'assistenza finanziaria, inquadrando nel fenomeno anche l'erogazione di finanziamenti o la concessione di garanzie successive all'investimento azionario. Sennonché, i due momenti dell'operazione devono pur sempre essere connotati da un collegamento strumentale individuato sulla base di criteri ed indici presuntivi tali da fare ritenere che i contratti siano due momenti di un'operazione complessivamente unitaria.

L'eterogeneità del fenomeno si dispiega altresì sotto il profilo soggettivo. Proprio l'inserimento dell'inciso "indirettamente" a seguito della riforma dell'art. 2358 c.c., con il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 142, sembrerebbe fare riferimento soprattutto alle ipotesi di assistenza finanziaria per il tramite di società fiduciaria o per interposta persona¹⁹. Con il risultato che la portata della disposizione vigente, fermo quanto si dirà *infra* con riferimento al c.d. *merger leveraged buy out* (fusione a seguito di acquisizione con indebitamento), non dovrebbe essere unicamente ad essa circoscritta ma ulteriormente ampliata, salvo volere ritenere che il legislatore abbia prodotto un risultato quantomeno disarmonico sul piano lessicale²⁰. Tantomeno, sarebbe sufficiente a dilatare il perimetro del fenomeno la sussistenza di un mero rapporto di controllo tra la società erogatrice del finanziamento o concedente la garanzia e la società emittente o cedente le azioni. È comunque necessario, anche nella circostanza *de qua*, che la società controllante fornisca "indirettamente" la provvista, da cui discenda l'apertura in bilancio di una posizione debitoria della società e la nascita di un credito per sua natura

2016, che stabilisce norme di comportamento e di organizzazione che le imprese di investimento dovranno adottare qualora intendano proporre pratiche di vendita abbinata. Su questi prodotti abbinati cfr. A. ZURLO, *La vendita di un c.d. prodotto abbinato: tra la disciplina anticoncorrenziale e la nullità civilistica*, in *Dir. risp. (dirittodelrisparmio.it)*, n. 1, 2020, pp. 1 ss.

- 19 In questo senso Tribunale di Ivrea, 12 agosto 1995, in *Giur. it.*, n. 2, 1996, p. 196, che qualifica illecito e, quindi, nullo, il prestito effettuato da una società per azioni ad altra società per l'acquisto delle proprie azioni, ancorché effettuato per interposta persona e quantunque erogato successivamente all'acquisto delle azioni.
- 20 Invero G.P. ACCINNI, *op. ult. cit.*, p. 162, aveva ritenuto che il generico divieto di assistenza finanziaria fosse sufficiente per ricomprendere anche i finanziamenti per il tramite di un fiduciario o per interposta persona, giustificando la mancata menzione di una siffatta ipotesi perché superflua. Viceversa, secondo M.S. SPOLIDORO, *Attuazione della direttiva 2006/68/CE sui conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Not.*, n. 1, 2009, p. 75, gli avverbi "direttamente o indirettamente", previsti dall'art. 2358 c.c., alludono proprio all'interposizione di fiduciari o di terzi. Parimenti, di quest'opinione è P. CARRIÈRE, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Soc.*, n. 1, 2010, p. 8, nt. 3.

pericoloso che consenta di ravvisare un nesso negoziale tra i differenti contratti²¹, indipendentemente poi dall'identità soggettiva tra finanziato e acquirente²².

4 L'emersione del fenomeno nella prassi – indici presuntivi

Ciò che qualifica il divieto di assistenza finanziaria è quindi lo scopo della sottoscrizione o dell'acquisto delle azioni emesse dallo stesso soggetto finanziatore. *Nulla quaestio* se questa connessione sia esplicitata nei contratti quali momenti di un unico programma negoziale, come, ad esempio, quando i contraenti espressamente subordinano l'erogazione del prestito o la concessione di una garanzia alla condizione sospensiva o risolutiva della sottoscrizione o dell'acquisto di azioni, in modo da collegare geneticamente, bilateralmente o unilateralmente le operazioni, quali momenti di uno schema negoziale unitario²³. Vi sono casi, tuttavia, nei quali l'individuazione del collegamento negoziale è più problematica.

Rispetto a tali casi di incerta qualificazione, alcune decisioni dalla Consob, dall'AGCM, dall'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF) e dalla giurisprudenza di merito forniscono all'interprete utili criteri presuntivi del collegamento negoziale. In linea di massima, l'ACF ha assimilato i prodotti abbinati e, tra questi, i "i mutui soci", alle "operazioni bacciate" qualora *i) l'erogazione del finanziamento sia comunque contestuale alla sottoscrizione o all'acquisto dei titoli e ii) l'importo del finanziamento sia identico all'importo derivante dal contratto di investimento finanziario*²⁴. Si tratta, in

21 In un recente contributo è stato sostenuto da G. CESARI – G.M. FUMAROLA, *Le conseguenze delle operazioni bacciate. Profili di specialità del regime dell'assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie delle banche*, in *Dir. banca*, n. 4, 2021, pp. 625 ss., spec. 653-654, ma anche in *Nuovo Dir. Soc.*, n. 6, 2020, pp. 781 ss., che l'assistenza finanziaria ricorre in presenza di un nesso teleologico tra le differenti operazioni, il quale non può provare l'esistenza di un collegamento negoziale. Ritengono infatti che il collegamento negoziale possa sussistere solo in presenza di un collegamento soggettivo, ovvero di un comune intento, delle parti che intendono attuare non soltanto lo scopo negoziale dei singoli contratti ma altresì un fine ulteriore che trascende i loro effetti tipici. La conclusione a cui giungono gli Autori non sembra in linea con l'approdo della dottrina tradizionale (C.M. BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, Vol. 3, seconda edizione, Milano, 2000, rist. 2010, pp. 482-483) per la quale il collegamento negoziale può risultare da una connessione funzionale qualora i differenti negozi intendano realizzare un fine pratico unitario senza che sia necessario uno scopo comune dei contraenti. Sul collegamento negoziale in questo specifico ambito v. A. PAOLINI, *Nullità delle operazioni di assistenza finanziaria*, in *Corr. Giur.*, n. 12, 2016, 514 ss.; M. MAUGERI – G. STRAMPELLI, *Sull'invalidità di operazioni di finanziamento strumentali all'acquisto di azioni alla banca finanziatrice*, in *Riv. dir. comm.*, n. 2, 2018, pp. 189 ss.; nonché *infra*, cap. II, §2.

22 Secondo F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, pp. 178-180, in questa circostanza, l'invalidità dell'operazione colpirebbe unicamente il negozio tra soggetto interposto e la società e non gli altri negozi conclusi dal terzo beneficiario del prestito e acquirente (o sottoscrittore) delle azioni con la società, a meno che il medesimo terzo sia in mala fede e sia quindi consapevole della provenienza della provvista, per cui l'intera operazione sarà nulla perché stipulata in virtù di un motivo illecito comune. Si segnala, altresì, che la decisione dell'ACF del 17 gennaio 2020, n. 2151, ha escluso l'esistenza del collegamento negoziale e l'applicazione dell'art. 2358 c.c. qualora non vi sia identità soggettiva tra finanziato e acquirente.

23 Si veda la recente pronuncia del Tribunale di Venezia, 24 giugno 2022, n. 1220, in *Resp. civ. prev.*, n. 3, 2023, pp. 911 ss., con nota di F. GRECO, *Le operazioni c.d. bacciate, tra tutela del mercato e del risparmio tradito*, *ivi*, pp. 918 ss. In questo caso concreto, secondo il Tribunale, «la concessione del finanziamento, o la concessione al cliente di operare «a debito» è addirittura effettuata intenzionalmente dalla banca proprio allo scopo di finanziare l'acquisto/sottoscrizione delle azioni/titoli della stessa banca finanziatrice, di tal che i negozi collegati risultano posti in essere intenzionalmente oltre che «obiettivamente» proprio e solo per conseguire acquisti finanziati vietati da normativa imperativa». Sulla medesima sentenza e su altre pronunce che hanno coinvolto le banche venete si rinvia anche al commento di S. MANSOLDO, *Nullità delle operazioni "bacciate": il caso di una ex popolare veneta*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 1, 2023, II, pp. 49 ss.

24 ACF, decisione del 16 luglio 2021, n. 3969.

sostanza, degli stessi indici presuntivi di collegamento funzionale tra le operazioni che la giurisprudenza di merito ha individuato sulla base della loro «contestualità»²⁵ e della «correlazione quantitativa tra la provvista concessa a mutuo e il prezzo delle azioni»²⁶. Ma, analogamente alla giurisprudenza di merito²⁷, l'ACF ha individuato le operazioni bacciate in presenza di una «prossimità temporale»²⁸ tra finanziamento e sottoscrizione o di una «correlazione» tra il mutuo e l'investimento, ancorché gli importi non fossero corrispondenti²⁹.

In una recente decisione, poi, un indice presuntivo della finalizzazione del finanziamento all'acquisto delle azioni è stato ravvisato nella previsione, nelle condizioni contrattuali del contratto di affidamento in conto corrente, di un "tasso debitore entro fido" pari allo 0,1% senza alcun onere a titolo di commissione per l'affidamento, in quanto il contratto di apertura di credito (o comunque di concessione dell'affidamento) non ha attuato in concreto la sua causa tipica, essendo stata sostanzialmente elisa la remunerazione della banca³⁰. In altra sentenza è stato considerato elemento fattuale per accertare l'interesse della banca alla sottoscrizione dell'aumento la mancata richiesta di una garanzia da parte della banca per la concessione di un'ingente somma di denaro³¹.

Nondimeno, le vicende delle recenti crisi bancarie delle banche popolari possono contribuire ad evidenziare le caratteristiche del fenomeno e i relativi criteri identificativi. Alcuni istituti bancari, per allargare la propria base azionaria e raggiungere i

25 Tribunale di Treviso, Sez. III, 13 gennaio 2021, n. 1344, in *il Fall.*, n. 11, 2021, pp. 1434, con nota di G. FALCONE, *Sulla improcedibilità delle azioni di accertamento negativo nei confronti della banca in LCA*, *ivi*, pp. 1440 ss., e con nota di S. PERROTTA, *Operazioni bacciate: violazione del divieto di assistenza finanziaria e inefficacia negoziale*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 2, 2022, II, pp. 276 ss.

26 Tribunale di Treviso, Sez. III, 4 maggio 2020, in *Soc.*, n. 2, 2021, pp. 176 ss., con nota di S. CACCHI PESSANI, *Banche popolari e assistenza finanziaria: l'applicabilità dell'art. 2358 c.c. alle società cooperative e le conseguenze della sua violazione*, *ivi*, pp. 184 ss., e con nota di V. SANGIOVANNI, *Finanziamenti per acquisti di azioni proprie: l'applicazione del divieto dell'art. 2358 c.c. anche alle cooperative (il caso delle c.d. bacciate)*, in *ilsocietario.it*, n. 18, 2020.

27 Tribunale di Venezia, 29 luglio 2019, nn. 1758 e 1760, in *dirittobancario.it*, con nota di P. CECCHINATO, *Popolari venete: il Tribunale di Venezia dichiara la nullità delle operazioni bacciate*, *ivi*. Su queste pronunce G. MOLLO, *La violazione delle regole in materia di "assistenza finanziaria" e la loro applicabilità alle società cooperative*, in *Riv. banc.*, n. 1-2, 2021, pp. 9 ss.; M. MAUGERI – G. STRAMPELLI, *Sull'invalidità di operazioni di finanziamento*, *cit.*, pp. 189 ss.; A. PAOLINI, *L'assistenza finanziaria prestata da banche popolari per l'acquisto di proprie azioni*, in *Riv. dir. comm.*, n. 4, 2019, II, pp. 661 ss.; R. INNOCENTI, *Questioni in tema di nullità del contratto di finanziamento collegato all'acquisto di azioni di Banca Popolare*, in *Giur. comm.*, n. 3, 2021, II, pp. 642 ss.

28 Come rilevato dall'ACF non è necessaria la sussistenza di una contestualità cronologica tra le operazioni ma è sufficiente una mera «contiguità cronologica» tale da fare apparire una «evidente contestualità». Si vedano le decisioni dell'ACF del 13 febbraio 2018, n. 273, e del 18 aprile 2018, n. 385.

29 Si fa riferimento alla decisione dell'ACF del gennaio 2018, n. 204, nella quale il Collegio considera provato il collegamento tra mutuo e sottoscrizione delle azioni, avendo l'investitore impiegato parte della provvista ricevuta come finanziamento (euro 150.000,00 di 200.000,00) per la sottoscrizione delle azioni. Parimenti il collegamento negoziale è stato individuato in altra circostanza (decisione dell'ACF del 13 aprile 2018, n. 376), nella quale la somma non investita è stata comunque marginale, ovvero euro 24.529,34 rispetto ad una linea di credito di euro 227.704,34.

30 Tribunale di Treviso, Sez. III, 13 gennaio 2021, n. 1344, *cit.*

31 Tribunale di Padova, Sez. I, 16 luglio 2020, n. 24249, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 1, 2023, II, pp. 39 ss.

requisiti di adeguatezza patrimoniale derivanti dalla nuova regolamentazione bancaria³², hanno infatti avviato un insieme di operazioni strettamente connesse e, precisamente, una serie di deliberazioni di aumento di capitale e di concessioni di finanziamenti³³.

Le evidenze probatorie hanno mostrato, in un arco temporale minimo dall'acquisizione della qualifica di socio (2 mesi prima – 3 mesi dopo) all'accensione del finanziamento, considerevoli percentuali di abbinamento sistematico delle operazioni di "mutui – titoli" che aumentano qualora si prenda in considerazione un intervallo temporale più ampio (6 mesi prima – 6 mesi dopo)³⁴. Si tratta di una strategia, conseguita con la predisposizione di un prodotto specifico, il "mutuo soci" che, inizialmente finalizzato alla fidelizzazione e valorizzazione dei soci, è stato definito «*un prodotto non chiaramente finalizzato al collocamento di titoli ma caratterizzato da specifiche condizioni di favore proprio in abbinamento alla qualifica di socio acquisita dal cliente*»³⁵. In sostanza, il finanziamento è stato erogato a clienti non soci e, in particolare, a investitori *retail*, subordinatamente alle condizioni *i)* che, antecedentemente o contestualmente, abbiano presentato domanda di ammissione a socio per l'acquisto di un pacchetto minimo di azioni della banca e *ii)* che non vendano il pacchetto azionario per mantenere la qualifica di socio e non perdere le condizioni economiche agevolate³⁶. Ciò consente di ritenere che i due negozi, di finanziamento e di investimento, non siano stati collegati solo da un punto di vista fattuale per una mera contiguità cronologica, in quanto è possibile ravvisare un collegamento genetico tra i negozi e, precisamente, un'interdipendenza unilaterale, considerato che l'esistenza e la sopravvivenza dell'investimento azionario e della qualifica di socio è stata condizione per la stipulazione o per la conservazione del finanziamento o di alcune condizioni più favorevoli del medesimo³⁷.

A questo indice del fenomeno può esserne aggiunto un altro: il comportamento sistematico dei vertici aziendali, i quali hanno posto in essere una vera e propria strategia di sollecitazione delle direzioni territoriali alla promozione massiva di proposte di prodotti abbinati nei confronti della clientela, con il proposito di influire sulla dinamica della domanda e dell'offerta, allargare la base azionaria e mantenere liquido

32 Sul nuovo scenario di regolamentazione e di vigilanza sul capitale delle banche si rinvia a C. FRIGENI, *Natura e funzione del capitale delle banche nella nuova regolamentazione*, in *Banca impr. soc.*, n. 1, 2015, pp. 53 ss., e C. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, *ivi*, pp. 73 ss.

33 Si vedano AGCM, PS10602 – Veneto Banca/Mutui in cambio di azioni e apertura di conti correnti, Provvedimento del 24 maggio 2017, n. 26613, in *Boll.*, n. 20, 2017; AGCM, PS10363 – Banca Popolare di Vicenza/Vendita abbinata finanziamenti-azioni, Provvedimento del 6 settembre 2016, n. 26168, in *Boll.*, n. 32, 2016.

34 AGCM, PS10363 – Banca Popolare di Vicenza/Vendita abbinata finanziamenti-azioni, Provvedimento del 6 settembre 2016, n. 26168, cit., par. 39.

35 AGCM, PS10602 – Veneto Banca/Mutui in cambio di azioni e apertura di conti correnti, Provvedimento del 24 maggio 2017, n. 26613, cit., par. 35.

36 AGCM, PS10363 – Banca Popolare di Vicenza/Vendita abbinata finanziamenti-azioni, Provvedimento del 6 settembre 2016, n. 26168, cit., par. 75, e AGCM, PS10602 – Veneto Banca/Mutui in cambio di azioni e apertura di conti correnti, Provvedimento del 24 maggio 2017, n. 26613, cit., par. 39. L'AGCM, nei provvedimenti citati, ha rilevato che i clienti sono stati condizionati ad acquistare pacchetti minimi di azioni della Banca, pari a un quantitativo di 100 azioni per Banca Popolare di Vicenza e di 200 azioni per Veneto Banca, per ottenere l'erogazione del finanziamento a loro favore.

37 Sull'invalidità del negozio di sottoscrizione o di acquisto per il tramite del collegamento negoziale cfr. M. MAUGERI – G. STRAMPELLI, *Sull'invalidità di operazioni di finanziamento*, cit. pp. 207 ss. e più ampiamente *infra*, Cap. V.

il mercato azionario³⁸. Questa modalità operativa è stata ritenuta idonea a configurare una offerta al pubblico di prodotti finanziari di cui all'art. 1, comma 1, lett. t), TUF, in presenza dei caratteri tipici dell'offerta al pubblico, con conseguente obbligo di pubblicazione del prospetto informativo, del quale deve essere fornita preventiva comunicazione alla Consob³⁹. In alcune occasioni, gli esponenti aziendali hanno anche simulato che le vendite e sottoscrizioni di azioni fossero stipulate su iniziativa dei clienti stessi⁴⁰.

Con riferimento a tale comportamento, il Collegio dell'ACF ha rilevato che «*risulta palesemente inverosimile che i ricorrenti abbiano autonomamente richiesto un finanziamento e, immediatamente dopo, deciso di impiegarlo per l'acquisto di un prodotto, tra l'altro non quotato e illiquido, quando si trovavano in una comprovata situazione di carenza di liquidità, dimostrata tra l'altro dalla necessità di accedere al credito attraverso un mutuo per ragioni di carattere imprenditoriale e non invece speculativo-finanziario. Carenza di liquidità, peraltro, plausibilmente soddisfatta dalla quota del finanziamento non destinata alla sottoscrizione di azioni*»⁴¹. Con la conseguenza che dal punto di vista soggettivo le scelte d'investimento appaiono di frequente influenzate dalla società emittente/intermediaria in violazione delle regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento, in quanto l'abbinamento dei due momenti negoziali non sarebbe stato sempre espressamente conosciuto da parte della clientela⁴².

38 Questa pratica però è reputata, in dottrina da S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, cit., pp. 113-114, illegittima poiché l'assistenza finanziaria nella fattispecie *de qua* non è giustificata dagli obiettivi imprenditoriali, previsti dal comma 3 dell'art. 2358 c.c., ma piuttosto a creare le condizioni perché la società abbia la possibilità di fare ricorso al mercato di capitale.

39 Al riguardo sono state accertate violazioni dalla Consob, che ha irrogato sanzioni a carico degli esponenti degli istituti bancari per mancato rispetto dell'art. 94 TUF. Per la violazione dell'art. 94, comma 1, TUF, si veda CONSOB, Veneto Banca S.p.A., delibera del 10 maggio 2018, n. 20431; mentre per la violazione dell'art. 94, comma 2, TUF, si vedano CONSOB, Banca Popolare di Vicenza S.p.A., delibere del 30 marzo 2017, nn. 19932 e 19333 e CONSOB, Veneto Banca S.p.A., delibere del 21 giugno 2017, nn. 20034 e 20035 e delibera del 13 settembre 2017, n. 20116.

40 CONSOB, Veneto Banca S.p.A., delibera del 10 maggio 2018, n. 20431.

41 Si veda ACF, decisione del 30 marzo 2020, n. 2402. Si veda altresì ACF, decisione del 6 aprile 2018, n. 351.

42 Si tratta di un comportamento contrario alle indicazioni dell'*ESMA, Orientamenti sulle pratiche di vendita abbinata*, cit., p. 10, adottati in esecuzione della direttiva *MIFID II* e, quindi, validi a partire da gennaio 2018, ove si precisa che l'impresa di investimento non deve informare il cliente soltanto dei rischi di ciascun prodotto offerto in abbinamento ma altresì di quei rischi derivanti dall'abbinamento dei prodotti e, soprattutto, comunicare al cliente quando vi è un obbligo di acquisto di un prodotto per poterne acquistare un altro.

1 La genesi e la *ratio* del divieto di assistenza finanziaria

1.1 Dal codice di commercio alla prima direttiva in materia societaria

L'evoluzione della disciplina in materia di assistenza finanziaria riflette, in parte, le incertezze circa la sua originaria *ratio*.

La formulazione iniziale dell'art. 2358 c.c., rubricata "*Anticipazioni sulle proprie azioni*" prevedeva, sulla scorta di quanto già disposto dall'articolo 144 del codice di commercio⁴³, che "la società non può fare anticipazioni sulle proprie azioni nei prestiti a terzi per acquistarle", ponendo dunque un divieto assoluto.

Proprio dal divieto di concedere prestiti ai soci contro garanzia in azioni nella stessa società deriva la disciplina relativa all'acquisto di azioni proprie⁴⁴.

Successivamente la disposizione è stata integralmente sostituita dall'articolo 12 del d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30, recante modificazioni alla disciplina delle società, in attuazione della direttiva 77/91/CEE, del 31 dicembre 1976 ("seconda direttiva in materia societaria"). In quella sede, oltre alla sostituzione della rubrica ("*Altre operazioni sulle proprie azioni*"), si è ampliato l'ambito di applicazione del divieto, estendendolo, in conformità al disposto dell'art. 23 della direttiva, alla prestazione di garanzie ("La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie. La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia"), prevedendo per la prima volta un'esenzione, ma solo con riguardo alle operazioni "effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate", nei limiti degli utili distribuibili accertati e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato; non viene recepita invece l'altra fattispecie di esenzione prevista dalla direttiva, relativa agli «atti negoziali effettuati nell'ambito delle operazioni correnti delle banche e di altri istituti finanziari»⁴⁵.

(*) Il presente capitolo è frutto di riflessioni condivise ed è direttamente riferibile quanto ai §§ 1 e 2 ad Alessandra Paolini e quanto al § 3 a Tommaso Nicola Poli.

43 Sul punto v. le ampie ricostruzioni di S. SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto delle proprie azioni, utile e utile di esercizio*, in *Riv. soc.*, 1970, pp. 617 ss.; F. CORSI, *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante)*, in A. PREDIERI (a cura di), *L'adeguamento della disciplina della società per azioni alle direttive comunitarie del d.p.r. 30/86*, Firenze, 1987, p. 244; S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, Milano, 2012, pp. 6 ss.

44 C. VIVANTE, *I sindacati per la compera e per la vendita delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1904, p. 269; S. SCOTTI CAMUZZI, *Acquisto*, cit., p. 72; I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992, pp. 19 ss. 109 ss.

45 Eccezioni già prevista dal *Companies Act 1928, section 54* (al riguardo v. B. POZZO, *L'acquisto di azioni proprie. La storia di un problema in un'analisi di diritto comparato*, Milano, 2003, pp. 130 ss.); sulla seconda v. *infra*, Cap. III.

Il divieto era assistito da specifica sanzione penale, successivamente abrogata (art. 2630, n. 2, c.c.)⁴⁶.

Il divieto assoluto viene meno con la direttiva 2006/68/CE⁴⁷, che modifica la direttiva 77/91/CEE: viene lasciata agli Stati membri l'alternativa tra il mantenimento della netta preclusione di operazioni di assistenza finanziaria e la loro ammissibilità, ma solo a condizione che siano rispettati specifici vincoli⁴⁸. Con il d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142, di attuazione di tale direttiva, si interviene nuovamente sul testo dell'art. 2358 c.c., consentendo una deroga al divieto generale⁴⁹, ribadito al primo comma della disposizione, al ricorrere di determinate condizioni, inserite nei commi successivi. Le operazioni di assistenza finanziaria divengono dunque ammissibili, se risultano autorizzate dall'assemblea straordinaria, sulla base di una relazione degli amministratori che ne illustri le condizioni, attestando che l'operazione ha luogo a condizioni di mercato⁵⁰, nonché gli obiettivi *imprenditoriali* che giustifichino la stessa, i rischi che comporta per la liquidità e la solvibilità della società, lo specifico interesse che essa presenta per la società⁵¹; la relazione deve risultare depositata presso la sede della società durante i trenta giorni che precedono l'assemblea; il verbale dell'assemblea, corredato dalla relazione, è soggetto all'iscrizione nel registro delle imprese⁵²; l'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite non può eccedere il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato (tenendo anche conto dell'eventuale acquisto di azioni proprie ex art. 2357 c.c.), con iscrizione di apposita riserva indisponibile⁵³.

46 La violazione della disposizione può, comunque, dare luogo alla violazione delle norme penali a tutela del patrimonio sociale, contro l'infedeltà patrimoniale o gli abusi di mercato (N. ABRIANI, *Il capitale sociale dopo la "nuova" Seconda Direttiva e il d. lg. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. "semplificazione" della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in *Riv. dir. impr.*, 2009, p. 254; M.S. SPOLIDORO, *Attuazione della direttiva 2006/68/CE sui conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Not.*, 2009, p. 76).

47 Il tenore dell'art. 23 della direttiva 77/91/CEE, come modificato ad opera della dir. 2006/68/CE, rimane il medesimo, anche a seguito di ulteriori interventi: rifusione nella direttiva 2012/30/UE (art. 25) e successiva codificazione ad opera della direttiva (UE) 2017/1132 (art. 64).

48 Per una ricostruzione del dibattito e della genesi della riforma europea A. VICARI, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in AA.Vv., *Scritti in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 645 ss.

49 Interpretano la norma nel senso che essa ponga un divieto, prevedendone la possibilità di un superamento in via di eccezione rispetto alla regola G.B. PORTALE – A. CETRA, *L'assistenza finanziaria nelle cooperative*, in *Banca, borsa tit. cred.*, n. 2, 2023, I, p. 155.

50 C. GRIPPA, *Il "giusto" prezzo delle azioni nelle operazioni di assistenza finanziaria*, in *Giur. comm.*, n. 1, 2016, I, pp. 80 ss.

51 Sottolinea la rilevanza dell'indicazione nella relazione e dell'effettiva esistenza dell'interesse sociale (la cui carenza vizia la delibera di autorizzazione) P. ABBADESSA, *I prestiti ai soci: appunti sul tema*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, p. 87.

52 Non è operante il controllo di legalità da parte del notaio ex art. 2436 c.c., disposizione non espressamente richiamata (sul punto A. VICARI, sub art. 2358, in P. ABBADESSA-G. B. PORTALE, *Le società per azioni*, Milano, 2016, I, p. 740 e L. FURGIUELE, *Operazioni sulle proprie azioni e riorganizzazione dell'investimento*, in G. FERRI JR – M. STELLA RICHTER (a cura di), *Profili attuali di diritto societario europeo*, Milano, 2010, pp. 157 ss., osservano come sia coerente la competenza esclusiva degli amministratori, trattandosi di atto di gestione, mentre la deliberazione assembleare rileva in funzione autorizzativa; N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *La società per azioni - Trattato di diritto commerciale* (diretto da G. COTTINO), Vol. IV.1, Padova, 2010, p. 427); il verbale dovrà comunque essere redatto da notaio ex art. 2375, co. 2, c.c.

53 Sui limiti quantitativi e il regime della riserva v. ampiamente G. STRAMPELLI, *Il limite quantitativo alla prestazione di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, pp. 147 ss.

1.2 *Ratio* complessa dell'art. 2358 c.c.

A fronte della problematicità della materia si registrano articolate posizioni assunte dagli interpreti sui fondamenti dell'art. 2358 c.c., ritenuta una norma dalla «finalità complessa»⁵⁴. In primo luogo, il divieto risulterebbe posto a presidio del capitale sociale: l'utilizzo delle risorse della società per finanziare, o garantire la copertura del capitale sociale, ne altererebbe l'effettività⁵⁵.

Su questo profilo si concentra l'attenzione dei lavori preparatori del codice di commercio⁵⁶, nei quali si pone in evidenza la necessità di reprimere il fenomeno della concessione di "anticipazioni" ai soci sulle azioni della stessa società, segnalando come esso si sostanzia in una restituzione totale o parziale del capitale conferito dagli azionisti (con l'ulteriore pregiudizio derivante dall'assumere in garanzia azioni inevitabilmente destinate a deprezzarsi, per le carenze patrimoniali della società, dato l'impiego di risorse a favore dei soci⁵⁷; inoltre, il fenomeno amplifica eventuali momenti negativi della società, in quanto, in assenza di ulteriori beni dei soci⁵⁸, la possibilità di un recupero delle somme anticipate dalla società viene a dipendere dal flusso di utili erogato a favore dei soci, debitori⁵⁹).

La giurisprudenza di legittimità⁶⁰ interpreta la disciplina in esame secondo un'ottica di protezione sia dei creditori sia dei soci, sottolineando in particolare il rischio della non effettività, totale o parziale, del conferimento, con ricaduta sul patri-

54 S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, in L. BUTTARO - A. PATRONI GRIFFI (a cura di) *La Seconda Direttiva CEE in materia societaria*, Milano, 1984, p. 438.

55 E. SIMONETTO, *Dividendo e acconti dividendo nelle società per azioni*, Padova, 1963, pp. 138 ss.; G.B. PORTALE - A. DOLMETTA, *Divieto di accettare azioni o quote proprie in garanzia e casse di risparmio "riformate"*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 6, 1989, I, pp. 706 ss.; M. MIOLA, *Le garanzie intragruppo*, Torino, 1993, p. 288; P. CARRIÈRE, *op. ult. cit.*, pp. 7 ss. Rileva come la tutela dell'integrità del capitale sociale sia stata l'obiettivo principale che ha mosso il legislatore storico, A. VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, cit., pp. 13 ss. Nell'ottica di una tutela non solo dell'integrità del capitale sociale, bensì "di impedire un'erosione ancorché potenziale di qualsiasi elemento patrimoniale della società" P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Milano, 1991, pp. 61 ss.; considerazioni dello stesso tenore in ID., sub art. 2501-bis, in *Il nuovo diritto societario* (Commentario diretto da G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI), Bologna, 2004, Vol. 3, 2316. La giurisprudenza ritiene che il divieto evidenzia «la volontà di evitare operazioni che possano determinare un'erosione anche potenziale del capitale sociale» (Cass. 19 giugno 2013, n. 15398, in *Rep. foro it.*, 2013, Società, n. 689), in ragione del rischio «della non effettività, totale o parziale dei nuovi conferimenti» (Cass. 24 novembre 2006, n. 25005, in *Rep. foro it.*, 2007, Società, n. 724). Sul punto v. già T. ASCARELLI, *Ancora sugli acconti dividendo*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 1, 1955, p. 190; G. ROSSI, *Ripetibilità od irripetibilità degli acconti dividendo*, in *Foro it.*, 1958, I. c. 1563.

56 C. VIVANTE, *I sindacati per la compera e per la vendita delle azioni*, cit., pp. 269 s.; I. MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, cit., pp. 20 ss.

57 C. VIVANTE, *I sindacati per la compera e per la vendita delle azioni*, cit., p. 269, rileva inoltre come, in questi casi, si corra «il rischio che nel di del fallimento o della liquidazione, i creditori della società trovino nel suo patrimonio, in luogo di altrui beni mobili o immobili, dei fogli di carta, privi di ogni valore effettivo».

58 Osservano G.B. PORTALE - A. DOLMETTA, *Divieto di accettare azioni o quote proprie in garanzia*, cit., p. 707 che normalmente la partecipazione viene data in garanzia alla società se è l'unico cespite del debitore.

59 Rileva sul punto, significativamente, S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., p. 9, che in questo modo il merito di credito del debitore-socio non è più «un fattore esterno alla società, ma dipende, all'interno, dall'andamento degli affari sociali, dalla consistenza patrimoniale della società, e dalla sua capacità reddituale. È un credito che deriva il suo valore da quello della società, secondo la stessa logica circolare tipica delle azioni proprie».

60 Cass. 19 giugno 2013, n. 15398, cit.; Cass. 24 novembre 2006, n. 25005, cit.; Cass. 6 ottobre 2023, n. 28148, in *Foro it.*, n. 12, 2023, I, 3448 ss., con nota di N. DE LUCA, *Sulle conseguenze civilistiche di un finanziamento illegittimo di azioni proprie. A proposito di obiter dicta, cioè cose (criticabili) dette incidentalmente*, *ivi*, pp. 3454 ss.

monio netto: l'eventuale inadempimento del socio entrante, infatti, «sarà riferito all'obbligazione di rimborso del finanziamento, non a quella del conferimento – già adempita con i mezzi finanziari messi a disposizione dalla società – e dunque non potrà comportare i rimedi della decadenza del socio moroso e della estinzione delle sue azioni con la corrispondente riduzione del capitale sociale, ai sensi all'art. 2344 c.c.»⁶¹.

Del resto, già la dottrina aveva evidenziato come le fattispecie vietate dalla norma si pongano in contrasto, direttamente o indirettamente, con regole e principi posti a tutela del capitale sociale: dal divieto che il capitale sia coperto interamente da crediti verso i soci alla trasparenza della misura in cui i conferimenti non sono stati ancora eseguiti; dalle sanzioni per l'inadempimento dell'obbligo di conferimento al regime di tale obbligo in caso di circolazione delle azioni⁶². Ma non è questo l'unico obiettivo perseguito: è stato osservato come, in un'ottica di esclusiva protezione del capitale sociale, sarebbe stata predicabile un'applicazione analogica della disciplina delle azioni proprie alla fattispecie di cui all'art. 2358 c.c.⁶³; mentre la seconda direttiva in materia societaria (e il d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30 di attuazione) non equiparano le fattispecie e non consentono di prestare assistenza finanziaria entro i limiti stabiliti per l'acquisto di azioni proprie⁶⁴. Pertanto, l'assolutezza del divieto – nella versione originaria della direttiva e nel suo recepimento – evidenzia come l'oggetto della tutela non sia unicamente la stabilità patrimoniale nei confronti dei terzi, posto che in tal caso sarebbe stato sufficiente limitare il divieto nei termini di quanto previsto in materia di acquisto di azioni proprie⁶⁵. Si è dunque rilevato come, accanto alla finalità di presidio del capitale sociale, la norma risulti volta ad evitare possibili ingerenze degli amministratori nella composizione della compagine sociale della società⁶⁶, i quali potrebbero utilizzare tali operazioni allo scopo di garantirsi un numero di voti tali da assicurarsi la rielezione, o scongiurare il rischio di revoca o di esercizio di azioni di

61 Cass. 24 novembre 2006, n. 25005, cit.

62 F. D'ALESSANDRO, *Rapporti di scambio tra una società ed i suoi azionisti*, in *Contr. impr.*, 1993, p. 1019.

63 In posizione isolata M.E. GALLESIO-PIUMA, *Le anticipazioni sulle proprie azioni e i prestiti a terzi per l'acquisto delle stesse*, nota a Cass., 21 gennaio 1970, n. 123, in *Riv. dir. comm.*, n. 2, 1972, pp. 139 s. Sul punto v. i rilievi di S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, cit., pp. 433 ss.

64 F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, pp. 184 s.; G.B. PORTALE – A. DOLMETTA, *op. cit.*, p. 702.

65 Come già osservato, prima dell'attuazione della II direttiva CEE, da S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, cit., p. 438. E. WYMEERSCH, *Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company*, in *Festschrift für Ulrich Drobnig*, Tübingen, 1998, pp. 725 ss., 732 s., 741 s. focalizza invece l'attenzione sulle funzioni di protezione del capitale della previsione, ritenendo per questo irragionevole la mancata equiparazione, nella direttiva, della disciplina delle operazioni in discorso a quella prevista per le azioni proprie.

66 C. ANGELICI, *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di dir. priv.* (diretto da P. RESCIGNO), XVI, Torino, 1985, p. 352; F. GALGANO, *La società per azioni*, in *Trattato di dir. comm. e dir. pubbl. econ.* (diretto da F. GALGANO), VII, Padova, 1988, p. 171; G. RACUGNO, *Operazioni sulle proprie partecipazioni nella nuova s.r.l.*, in *Soc.*, 2003, p. 375; ID., *Le operazioni sulle proprie quote nell'attuazione della Seconda direttiva CEE*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 68 ss.; M. BIONE, *sub art. 2358 c.c.*, cit., p. 386. Ritengono che le esigenze citate risultino tutte tutelate dalla disposizione in parola, senza ritenere possibile una gerarchia tra le stesse F. D'ALESSANDRO, *Rapporti di scambio tra una società ed i suoi azionisti e divieto di assistenza finanziaria per l'acquisto delle proprie azioni*, cit., p. 1019; G. FRÈ – G. SBISÀ, *Sub art. 2358*, in *Commentario al codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1997, p. 436 (e 1982, 273); O. CAGNASSO, *Accollo da parte della società del debito relativo al prezzo di cessione della quota di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, n. 2, 1986, II, p. 207; M. SPERANZINI, *L'aumento di capitale "garantito"*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 4, 2007, I, pp. 477 ss.; A. VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, cit., pp. 36 ss.; N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 425. V. anche N. DE LUCA, *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012, pp. 159 ss.

responsabilità, o evitare scalate ostili, o creare un'apparenza di vitalità del proprio mercato azionario⁶⁷. In tale prospettiva, si è ritenuto che il divieto sia volto ad assicurare la neutralità della società nei confronti del proprio mercato azionario e del conseguente assetto organizzativo relativo alla composizione della compagine sociale, i quali «devono costituire tendenzialmente la risultante di una libera scelta e di una libera concorrenza degli investitori in base ad un giudizio di mercato, non falsato, sulle reali capacità produttive dell'impresa sociale»⁶⁸.

Si è inoltre ritenuto che le risorse della società, che dovrebbero essere volte all'esercizio in comune dell'attività, nell'interesse comune di tutti i soci, non possano essere «distratte a fini diversi da quello produttivo e a vantaggio di interessi individuali di alcuni, desiderosi di acquisire od accrescere una partecipazione alla società»⁶⁹, cogliendone anche i profili rilevanti in termini di conflitto di interessi e di violazione del principio di parità di trattamento degli azionisti⁷⁰.

Più in generale, la norma si colloca nel complesso contesto della disciplina dei rapporti negoziali tra la società e i propri soci⁷¹ o i propri organi sociali⁷².

67 S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, cit., p. 432, allude icasticamente ad una potenziale «rivolta dei managers».

68 S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, cit., pp. 438 s., il quale, valorizzando correttamente tutti gli elementi ispiratori del divieto, ritiene che le operazioni descritte sub art. 2358 c.c. configurino manovre che «incidono sul corretto funzionamento dell'istituto societario dando dell'assetto organizzativo e del patrimonio della società un'immagine falsata», e che dunque «l'art. 2358 tende pur sempre alla tutela del capitale sociale, ma non tanto in quanto strumento idoneo ad assicurare la garanzia dei terzi ovvero in quanto mezzo di produzione del reddito sociale, bensì come elemento di organizzazione della compagine sociale». V. anche F. CARBONETTI, *op. cit.*, pp. 186 s.

69 F. D'ALESSANDRO, *Rapporti di scambio tra una società ed i suoi azionisti*, cit., pp. 1019 s., che qualifica il fenomeno come una sorta di «introflessione», «cui sia l'attività collettiva, sia le risorse destinate a finanziarla sarebbero piegate ad opera delle operazioni colpite dai divieti in esame».

70 F. D'ALESSANDRO, *Rapporti di scambio tra una società ed i suoi azionisti*, cit., pp. 1020.

71 Per un inquadramento generale e numerose indicazioni C. ANGELICI, *Note in tema di rapporti contrattuali tra soci e società*, in *Giur. comm.*, 1991, I, pp. 681 ss.

72 Al riguardo si consideri la previgente versione dell'art. 2624 c.c., interessata dall'intera sostituzione del Titolo XI del Libro V del codice civile, comprendente gli articoli da 2621 a 2642, ad opera dell'art. 1, d. lgs. 11 aprile 2002, n. 61, che prevedeva il divieto assoluto, sanzionato penalmente, di concessione di garanzie e prestiti a favore di amministratori, direttori generali, sindaci e liquidatori, che comportava per la giurisprudenza, sul piano civilistico, la nullità dei relativi contratti (Cass. 8 agosto 1990, n. 7998; Cass. 2 aprile 1997, n. 2858; Cass. 14 maggio 1999, n. 4774; Cass. 4 febbraio 2000, n. 1228; Cass. 19 giugno 2000, n. 7178; Cass. 27 aprile 2001, n. 17017). L'abrogazione del divieto di cui al previgente art. 2624 c.c. è stata oggetto di valutazioni perplesse, anche in ragione di un possibile eccesso di delega rispetto alla l. 3 ottobre 2001, n. 366, che non conteneva alcun riferimento esplicito alla fattispecie in esame (N. ABRIANI, *Riforma societaria e nuovo diritto penale commerciale*, in S. AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, pp. 223 ss.). la fattispecie oggetto di abrogazione, pur presentando profili di contiguità con il delitto di infedeltà patrimoniale introdotto dall'art. 2634 c.c., non sia ad esso esattamente sovrapponibile, in primo luogo per l'incerta individuazione del requisito del conflitto di interessi, richiesto dalla disposizione successiva (rileva "discontinuità e disomogeneità strutturale tra l'originaria fattispecie prevista dall'art. 2624 c.c. e la fattispecie di infedeltà patrimoniale introdotta dal nuovo art. 2634 c.c." Trib. Milano, 15 maggio 2002, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 2002, 1145). Si osservi, inoltre, come l'infedeltà patrimoniale sia punibile a querela, circostanza che richiede un'iniziativa giudiziaria da parte degli stessi soggetti verosimilmente beneficiari delle operazioni in discorso (Abriani, *Riforma societaria e nuovo diritto penale commerciale*, cit., p. 224).

1.3 I successivi sviluppi

Una prima apertura nell'interpretazione del divieto si realizza ad opera degli interpreti, ben prima delle modifiche apportate con il d.l. 142/2008 e della riforma del diritto societario del 2003: l'ammissibilità del c.d. "merger leveraged buyout" (fusione a seguito di acquisizione con indebitamento), fenomeno nel quale il patrimonio della società oggetto di acquisizione diviene garanzia generica dei finanziamenti assunti dalla società acquirente⁷³, a seguito della fusione con la società *target*. Tali tipologie di operazioni, ritenute potenzialmente in violazione del divieto di cui all'art. 2358 c.c. – non in via diretta, bensì qualificando lo schema negoziale come in frode alla legge⁷⁴ – erano già state ritenute ammissibili ove adottate sulla base di concrete ragioni imprenditoriali che le giustificassero⁷⁵. Questa impostazione è stata recepita dallo stesso legislatore che, con la riforma del diritto societario, ha disciplinato la fattispecie in una specifica disposizione (art. 2501-bis c.c. – *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*), rafforzando gli obblighi informativi propri del procedimento di fusione, e mostrando di ritenere che la fusione, attraverso i propri strumenti di tutela (impugnazione della deliberazione assembleare e diritto di opposizione dei creditori) fornisca un presidio sufficiente⁷⁶.

Successivamente interviene la già menzionata novella del 2008 (di attuazione della direttiva 2006/68/CE, che modifica la direttiva 77/91/CEE): l'evoluzione del divieto avvicina la disciplina dell'assistenza finanziaria a quella delle azioni proprie⁷⁷, consentendola – ma nel rispetto delle ulteriori cautele previste dal legislatore – nei limiti delle riserve e degli utili distribuibili, mostrando di ritenere che, entro queste soglie, non risulti pregiudicata l'effettività del capitale sociale. Per altro verso, l'intervento del legislatore sembra accogliere l'idea di fondo secondo la quale "l'intromissione della società nelle vicende che riguardano i suoi stessi assetti proprietari e financo il suo stesso controllo non è più (necessariamente) un disvalore"⁷⁸, in quanto la composizione della compagine sociale può incidere sullo stesso interesse sociale e sulla sua

73 Oppure fonte diretta delle risorse destinate all'estinzione del debito, tramite l'utilizzo del *cash-flow* della società o l'alienazione di cespiti: P. MONTALENTI, *Frode alla legge e diritto societario: il leveraged buyout*, in Id., *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999, pp. 57 ss., nonché in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1994.

74 P. MONTALENTI, *Frode alla legge*, cit., pp. 63 ss.; Id., *Il leveraged buyout*, cit., p. 51; U. MORELLO, *Il problema della frode alla legge rivisitato (fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy outs e management buy outs)*, in AA. VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990, p. 27.

75 P. MONTALENTI, *Leveraged buyout: una sentenza chiarificatrice*, in *Giur. it.*, 1999, p. 2106, nota a Trib. Milano, 13 maggio 1999.

76 In questo senso D. PREITE, *I merger leveraged buy outs e gli artt. 2357 e 2358 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1993, II, p. 123; A. VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, cit., pp. 126 ss. Ritiene che, anche dopo l'introduzione dell'art. 2501-bis e la modifica dell'art. 2358 c.c., le operazioni di *mlbo* non possano sottrarsi al rispetto delle condizioni di legittimità sostanziale poste dalla disciplina dell'assistenza finanziaria P. CARRIÈRE, *op. cit.*, pp. 9 ss. (contestando, in particolare, la compatibilità con la tutela dell'integrità del capitale sociale dei c.d. *merger leveraged cash-out*). Sui rapporti tra artt. 2358 e 2501-bis c.c. v. S. CERRATO, *Le operazioni di leveraged-buy out*, in *Le operazioni societarie straordinarie - Trattato di diritto commerciale* (diretto da G. COTTINO), Vol. VI, Padova, 2010, pp. 590 ss. S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., pp. 192 ss. Per approfondimenti sulla questione v. *infra*, § 3.

77 L. FURGIUELE, *op. cit.*, pp. 149 ss., sottolinea come le discipline relative all'acquisto di azioni proprie e all'assistenza finanziaria, pur nella disomogeneità dello schema negoziale, presentino una comune idoneità strutturale, in quanto operazioni finalizzate a modificare la destinazione di elementi patrimoniali, dunque, rilevano come tecniche di riorganizzazione dell'investimento, attuate nei limiti del netto disponibile.

78 Così S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., pp. 32 s.

migliore realizzazione: si pensi alle ipotesi in cui si voglia consentire il subentro di un nuovo socio di controllo che imprima un nuovo impulso alla gestione sociale, o l'ingresso di un socio, anche non di controllo, in grado di apportare uno specifico *know how* o altri benefici intangibili non suscettibili di conferimento; o si intenda favorire un passaggio generazionale in caso di disaccordi interni alla compagine sociale, o propiziare forme di collaborazione industriale⁷⁹. Si consente pertanto, in presenza delle rigorose condizioni specificate nel novellato art. 2358 c.c., un superamento del divieto.

2 La struttura e la disciplina delle operazioni di assistenza finanziaria

2.1 Le fattispecie rilevanti e il collegamento negoziale

Nell'art. 2358 c.c. il collegamento negoziale permea la struttura stessa della fattispecie: il divieto, e la relativa possibilità di deroga al rispetto delle condizioni ivi previste, postulano un legame diretto tra l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie e la concessione di finanziamenti (o la prestazione di garanzie).

La dizione generica della norma (riferimento ai "prestiti" e alle "garanzie") deve essere interpretata in senso ampio, dovendosi aver riguardo alla sostanza economica del fenomeno piuttosto che al *nomen iuris*⁸⁰, comprendendo tutte le ipotesi di finanziamento o di credito di firma, nonché qualsiasi forma di agevolazione finanziaria volta a favorire l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie⁸¹.

Una parte della dottrina ritiene che elemento indefettibile della fattispecie, desumibile dall'attuale disciplina (in particolare quanto al limite del patrimonio netto

79 Esempificazioni illustrate da S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., p. 33 e da V. SALAFIA, *L'art. 2358 c.c. dopo il D. Lgs. 4 agosto 2008, n. 142*, in *Soc.*, 2014, pp. 24 s. Sugeriscono la possibile natura parasociale delle pattuizioni tra società e beneficiari dell'assistenza finanziaria F. TEDESCHINI – A. SACCO GINEVRI, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura e dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, in *Giur. comm.*, n. 1, 2009, I, p. 72.

80 Così S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, cit., p. 440

81 C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 352; in F. CARBONETTI, *op. cit.*, pp. 178 ss., il riferimento a qualunque finanziamento per cassa (mutui, aperture di credito, anticipazioni, sconti, acquisti di credito pro solvendo), prestazione di garanzia, personale o reale (fideiussioni, avalli, pegno, ipoteca); nel senso che la norma vieti "qualsiasi forma di agevolazione finanziaria" Cass. 19 giugno 2013, n. 15398, cit. Conformi Cass., 21 gennaio 1970, n. 123, in *Riv. dir. comm.*, n. 2, 1972, p. 131, con nota di M.E. GALLESIO-PIUMA, cit.; Cass. 13 luglio 1981, n. 4540, in *Foro it.*, 1982, I, p. 148, con nota di M. LOVECCHIO; Cass. 4 ottobre 1984, n. 4916, in *Foro it.*, 1985, I, p. 2069, in *Giur. it.*, 1985, I, 1, p. 593 e in *Giur. comm.*, 1986, II, p. 203, con nota di O. CAGNASSO, *Accollo da parte della società del debito relativo al prezzo di cessione della quota di s.r.l.*; App. Milano, 18 giugno 2004, in *Soc.*, 2004, p. 1259 (rinuncia ad un preesistente credito della società a fronte del conferimento), con nota di V. SALAFIA, *Condizioni per l'applicabilità del divieto di operazioni sulle proprie azioni*; Trib. Milano 7 giugno 2002, in *Rep. Foro it.*, 2002, Società, n. 727. Per l'esclusione della violazione dell'art. 2358 c.c.: in caso di sottoscrizione di azioni con compensazione di un credito reso anticipatamente esigibile, ma per prestazioni effettivamente eseguite, Cass. 24 novembre, 2006, n. 25005, cit.; in caso di transazione con cui la società (nel caso di specie una s.r.l. – art. 2483 c.c.) rinuncia ad una pretesa creditoria litigiosa, che costituisce un elemento attivo meramente eventuale (differenziando l'ipotesi della rinuncia ad un credito iscritto in bilancio, in cui la fattispecie si integra) Cass. 4 agosto 2009, n. 17963, in *Foro it.*, 2010, p. 1857, e in *Giur. comm.*, 2010, II, pp. 1104 ss., con nota di C. CINCOTTI, *Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria*. Cass. 6 ottobre 2023, n. 28148, cit., relativo al versamento di un anticipo relativo ad un contratto di appalto, utilizzato per l'acquisto di azioni proprie; fattispecie che non viene ritenuta riconducibile all'art. 2358 c.c. per la mancata prova del collegamento funzionale tra le due operazioni (la S.C. in motivazione, accenna alla mancanza della prova della simulazione dell'appalto), non perché astrattamente inidonea a costituire una forma di finanziamento "indiretto" (si afferma espressamente che il concetto di assistenza finanziaria debba essere inteso "in senso estensivo").

e all'iscrizione della riserva indisponibile), sia l'iscrizione di un credito all'attivo (o l'assunzione del rischio di iscrizione, a seguito di escussione della garanzia)⁸². Resterebbero così escluse operazioni, pur sostanzialmente volte a produrre i medesimi effetti⁸³, ma che potrebbero essere oggetto di censura sotto altri profili⁸⁴. Se tale elemento è senz'altro presente in quelle comunemente note come "operazioni bacciate"⁸⁵ o nelle fattispecie di assistenza finanziaria assoggettate alla disciplina di cui ai commi 2 e ss. dell'art. 2358 c.c. (che consente il superamento del divieto), non si può escludere – e la giurisprudenza⁸⁶, infatti, non lo esclude – che siano ricomprese nella fattispecie quelle vicende che comunque rappresentano una forma di agevolazione finanziaria (messa a disposizione di risorse, dalla quale consegue una diminuzione dell'attivo) da parte della società, volte a conseguire il medesimo effetto, vietato.

Nella nozione di "garanzie" rilevante per la norma in esame «rientra ogni schema negoziale in base al quale la società ponga il proprio patrimonio a disposizione di un rischio di credito collegato al mancato rimborso di un finanziamento stipulato da un soggetto per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie»⁸⁷.

L'elemento teleologico, ossia la destinazione del finanziamento (o della prestazione di garanzie) all'acquisto o alla sottoscrizione di proprie azioni⁸⁸, non deve naturalmente risultare espressamente dal contratto⁸⁹, configurando questa un'ipotesi quasi di scuola⁹⁰, ma occorre avere riguardo alle circostanze fattuali, temporali ed esecutive, quali indici presuntivi⁹¹ da cui desumere l'effettiva volontà delle parti⁹². Si deve

82 S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., pp. 71ss.; *contra* V. CUSUMANO, *op. cit.*, p. 1657.

83 Si veda ad esempio la vicenda in *Robert Chaston v. SWP Group plc*, 2003, 1, BCLC, 675, in cui la società assumeva l'obbligo di pagare rilevanti spese di assistenza e consulenza sorte in occasione dell'acquisto di azioni della propria controllante.

84 S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., pp. 75 ss.

85 *V. supra*, Cap. I.

86 *V. supra* nota n. 81.

87 Così A. VICARI, sub *art. 2358*, in P. ABBADESSA-G. B. PORTALE, *Le società per azioni*, Milano, 2016, I, p. 739.

88 Per la possibilità di estendere la disciplina in esame all'acquisto di obbligazioni convertibili (in quanto assistenza finanziaria per l'acquisto di "future partecipazioni proprie") A. VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, cit., pp. 46 ss., richiamando anche l'orientamento della giurisprudenza inglese (*Robert Chaston v. SWP Group plc*, cit.) che, nel qualificare tali operazioni, ha riguardo alle circostanze di fatto, volte a consentire la ricostruzione della causa dell'erogazione e a verificare se essa abbia "sostanzialmente" favorito l'acquisto di partecipazioni proprie. Sostiene – seppure astrattamente, in sede cautelare – un inquadramento non formalistico di tali operazioni, alla luce di uno scrutinio specifico di elementi fattuali e cronologici Trib. Venezia, 29 aprile 2016, in *Corr. Giur.*, n. 12, 2016, 510 ss., con nota di A. PAOLINI, *Nullità delle operazioni di assistenza finanziaria*. Favorevoli ad un approccio di tipo sostanziale sul punto anche M. MAUGERI – G. STRAMPELLI, *Sull'invalidità di operazioni di finanziamento*, cit., p. 193. Su possibili perplessità in ordine alla meritevolezza della complessiva operazione A. PAOLINI, *L'assistenza finanziaria*, cit., 691.

89 Sul punto, la Banca d'Italia (Chiarimenti sulla Banca Popolare di Vicenza, 27 ottobre 2015, cit.) osserva che "qualora una banca non effettui le segnalazioni prescritte dalla legge, il legame fra l'acquisto di un'azione e un finanziamento ricevuto a fronte di esso non è rilevabile su base cartolare (ossia con verifiche "a distanza"); solo un'ispezione in loco, e solo se mirata, può rivelarlo".

90 Non deve, dunque, trattarsi necessariamente di un mutuo di scopo, né la destinazione delle risorse deve risultare da apposita clausola o dalle premesse del contratto (in questo senso F. CARBONETTI, sub *art. 2358*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Vol. II, tomo 1, Padova, 2010, p. 368; per una valutazione formalistica Trib. Roma, 30 giugno 2005, in *Giur. merito*, 2005, pp. 2288 ss.).

91 Al riguardo *v. supra*, cap. I, § 3.

92 F. CARBONETTI, *op. ult. cit.*, p. 368; G. FRÈ – G. SBISÀ, *op. cit.*, pp. 273 ss.; P. MONTALENTI, *Il leveraged*, cit., p. 68; M. MAUGERI – G. STRAMPELLI, *op. cit.*, pp. 207 ss. Sul punto *v. S. FORTUNATO*, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni*

trattare, dunque, di un collegamento funzionale⁹³, più che cronologico⁹⁴, così da poter ritenere irrilevante se il finanziamento viene prestato prima o dopo l'acquisto delle azioni⁹⁵.

Il collegamento negoziale ricorre quando diversi e distinti negozi, configurati dalle parti nell'esercizio della propria autonomia negoziale, pur conservando ciascuno la propria individualità, vengano concepiti e voluti come avvinti da un nesso di reciproca dipendenza⁹⁶. Nel nostro ordinamento è emerso il progressivo superamento della concezione stessa della causa del contratto come funzione economico-sociale dell'atto di autonomia⁹⁷ ed il passaggio all'idea della causa come funzione economico-individuale⁹⁸. Tale lettura del profilo causale del contratto permette di «cogliere anche la complessità delle operazioni poste in essere dai privati quando queste superano la ristretta dimensione rappresentata dal singolo atto e apre la strada alla possibilità di valutare nella loro concretezza tutti quegli interessi che entrano a far parte della ragione sostanziale dell'affare, indipendentemente dalla loro presenza nel modello legale tipico scelto dalle parti per disciplinarla»⁹⁹.

Ciò consente di elaborare la nozione di "operazione economica", quale categoria concettuale, la quale identifica una sequenza unitaria e composita che comprende in sé non solo il regolamento negoziale, ma anche tutti i comportamenti che con esso si collegano per il conseguimento dei risultati voluti, nonché «la situazione oggettiva nella quale il complesso delle regole e gli altri comportamenti si collocano, poiché anche tale situazione concorre nel definire la rilevanza sostanziale dell'atto di

proprie, cit., p. 443, che dà conto dell'evoluzione della posizione della giurisprudenza inglese al riguardo (particolarmente rilevante in quanto la disciplina inglese costituisce il modello ispiratore della direttiva comunitaria), che, dapprima volta alla valutazione degli effetti, sul piano oggettivo, dell'operazione (nel caso *Victor Battery Co. Ltd. v. Curry's Ltd.*, 1946, Ch. 242, 248), si è poi consolidata a favore della rilevanza del criterio soggettivo, cioè dell'intenzione degli amministratori di prestare assistenza finanziaria (*Belmont Finance Corporation v. Williams Furniture Ltd.*, No. 2, 1980, 1 All. E R 393; *Fowlie v. Slater*, 1979, 129 New L. J. 465).

93 La prova del collegamento funzionale, "per quanto non necessariamente emergente dai contratti e suscettibile di palesarsi in base a indici anche presuntivi, deve in ogni caso essere fornita a onere di chi intenda far valere la nullità dell'operazione nel suo complesso"; così Cass. 6 ottobre 2023, n. 28148, cit., ritenendo, nel caso di specie, che tale prova non fosse stata fornita.

94 Sottolineano la rilevanza del nesso causale intercorrente tra prestazione del finanziamento e operazioni sui propri strumenti finanziari, e non del rapporto cronologico tra essi A. VICARI, *L'assistenza finanziaria*, cit., pp. 46 ss.; G.B. PORTALE – A. CETRA, *L'assistenza finanziaria nelle cooperative*, cit., pp. 148 s., nota n. 4.

95 Così Cass. 19 giugno 2013, n. 15398, cit.: "è vietata qualsiasi forma di agevolazione finanziaria – avvenga essa prima o dopo l'acquisto – atteso che assume rilevanza il nesso strumentale tra il prestito o la garanzia e l'acquisto di azioni proprie, funzionale al raggiungimento da parte della società dello scopo vietato". Nello stesso senso Cass. 14 maggio 2004, n. 9194, in Soc., 2004, p. 1111 (accollo del debito relativo al pagamento delle partecipazioni); Trib. Ivrea, 12 agosto 1995, in Giur. it., 1996, I, 2, 196 con nota di P. MONTALENTI; *contra* Trib. Genova 13 ottobre 1986, in *Giur. comm.*, 1989, II, p. 661.

96 M. GIORGIANNI, *I negozi giuridici collegati*, in *Riv. it. scienze giur.*, 1937, pp. 333 ss.; R. SACCO, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile* (diretto da R. Sacco), Torino, 1999, p. 468; Cass. 27 aprile 1995, n. 4645; Cass. 5 luglio 1991, n. 7415.

97 E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Trattato di diritto civile* (fondato da F. VASSALLI), Torino, 1950, pp. 169 ss.

98 G.B. FERRI, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966.

99 Così E. GABRIELLI, *L'operazione economica nella teoria del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2009, pp. 905 ss.

autonomia privata»¹⁰⁰. L'operazione economica è dunque ricostruibile indipendentemente dalla pluralità di contratti che ne costituiscono la struttura, in funzione dell'assetto di interessi che si mira a realizzare, tenendo conto anche dei comportamenti e delle attività, «sicché l'angolo visuale dal quale l'ordinamento osserva l'assetto di interessi deve essere quello fornito sia dall'atto, sia dall'attività»¹⁰¹.

La fattispecie di cui all'art. 2358 c.c. tiene conto proprio della funzione complessiva realizzata dai contratti che la compongono, apparendo come una «ipotesi legalmente tipizzata di motivo illecito comune»¹⁰². Rileva dunque l'elemento soggettivo, ossia la consapevolezza delle parti coinvolte nell'operazione (amministratori¹⁰³, socio o terzo che beneficia del finanziamento) dello scopo complessivo della stessa, e cioè che il finanziamento sarà utilizzato per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni della società finanziatrice¹⁰⁴.

Talune pronunce di merito sembrano sminuire il ruolo della volontà dispositiva delle parti, ritenendo che non si possa parlare di «"collegamento contrattuale" in senso proprio», e attribuendo maggiore rilievo alla risultanza "fattuale" della loro reciproca connessione¹⁰⁵. Tale impostazione nel caso specifico, era probabilmente volta a superare l'eccezione di violazione dell'art. 2722 c.c. (che non ammette la prova per testimoni di patti aggiunti o contrari al contenuto di un documento), sostenendo, quindi, che l'istruttoria testimoniale non fosse tesa a provare dei patti contrari al contenuto del contratto, ma a provare il collegamento fattuale esistente tra i contratti, vietato dalla legge¹⁰⁶. Non si nega, tuttavia, che debba ricorrere l'elemento dell'intenzionalità (i contratti sono ritenuti "di fatto fra loro intenzionalmente legati")¹⁰⁷, e tra gli indici presuntivi idonei a provare la sussistenza del collegamento vengono correttamente inclusi sia elementi strettamente oggettivi (la collocazione temporale delle operazioni, gli importi), sia profili attinenti al contenuto concreto della trattativa intercorsa tra le parti¹⁰⁸. È chiaro che non si integra la fattispecie di cui all'art. 2722 c.c., che fa riferi-

100 In questi termini E. GABRIELLI, *Il contratto e le sue classificazioni*, in *Riv. dir. civ.*, n. 1, 1997, p. 719; definizione condivisa, con alcune puntualizzazioni, da G. LENER, *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1999, pp. 181 ss. e da C. SCOGNAMIGLIO, *Problemi della causa e del tipo*, in *Trattato del contratto* (diretto da V. ROPPO), Milano, 2006, II, p. 119.

101 Così E. GABRIELLI, *L'operazione economica*, cit., pp. 905 ss.; G. PALERMO, *Funzione illecita e autonomia privata*, Milano, 1970, p. 212.

102 Così F. CARBONETTI, *L'acquisto*, cit., p. 178; ID., sub art. 2358, cit., p. 369; P. MONTALENTI, *Frode alla legge*, cit., p. 63. Ritieni che, a seguito del superamento del divieto assoluto di cui all'art. 2358 c.c. il motivo non possa più essere considerato "illecito" S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., pp. 6, 95.

103 Sul problema dell'elemento soggettivo nelle società v. per tutti M. CAMPOBASSO, *L'imputazione di conoscenza nelle società*, Milano, 2002.

104 S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., p. 95. Sottolineano la rilevanza della consapevolezza, tra molti, V. CUSUMANO, *op. cit.*, pp. 1657 s.; L. ARDIZZONE, *Assistenza finanziaria: spunti in relazione all'attività bancaria*, in *Soc.*, 2011, pp. 1032 ss. Sul tema v. ancora *infra*.

105 Così Trib. Venezia, 29 luglio 2019, n. 1758, in *Riv. dir. comm.*, 2019, II, pp. 645 ss., con nota di A. PAOLINI, *L'assistenza finanziaria prestata da banche popolari per l'acquisto di proprie azioni*.

106 Per l'esclusione della necessità di una esplicita manifestazione della volontà di collegare, G. SCHIZZEROTTO, *Il collegamento negoziale*, Napoli, 1983, pp. 141 ss.

107 Per P. SENOFONTE, *In tema di negozi collegati*, in *Dir. e giur.*, n. 1, 1960, p. 275 è collegamento volontario quello in cui la volontà privata realizza la situazione di fatto dalla quale la legge fa scaturire gli effetti del collegamento.

108 Per la rilevanza di elementi sia obiettivi sia soggettivi, F. DI SABATO, *Unità e pluralità di negozi. Contributo alla dottrina del collegamento negoziale*, in *Riv. dir. civ.*, n. 1, 1959, p. 433; C. COLOMBO, *Operazioni economiche e collegamento*

mento ad un accordo stipulato in forma scritta cui sono apportate integrazioni o modifiche in forma orale¹⁰⁹: la connessione tra i negozi di cui all'art. 2358 c.c. deriva dal rapporto funzionale esistente tra le due operazioni, per cui è sufficiente la consapevolezza delle parti del rapporto esistente tra esse.

2.2 L'assemblea straordinaria e la relazione degli amministratori

La prima condizione necessaria per poter derogare al divieto di prestare assistenza finanziaria per l'acquisto di proprie azioni è la presenza di un'autorizzazione dell'assemblea straordinaria¹¹⁰, soggetta ad iscrizione nel registro delle imprese, preceduta dal deposito presso la sede sociale, almeno trenta giorni prima, di una relazione degli amministratori il cui contenuto è analiticamente dettagliato dal terzo comma dell'art. 2358 c.c., che deve essere allegata al verbale.

Tale previsione conferma la natura eccezionale della deroga al divieto, che viene sottratta alla discrezionalità non solo dell'organo amministrativo ma anche dell'assemblea dei soci, richiedendosi la presenza di elementi che, con un certo grado di obiettività, consentano di provare l'esistenza di esigenze aventi natura strategica e imprenditoriale.

L'operazione progettata deve essere compiutamente descritta in tutti i suoi aspetti economici e giuridici, ponendo in evidenza le ragioni imprenditoriali che la determinano e gli obiettivi perseguiti; non si reputano ammissibili enunciazioni generiche, ma deve essere individuato «lo specifico interesse che l'operazione presenta per la società». Non è pertanto ammessa al riguardo alcuna forma di "delega in bianco" agli amministratori.

Trattandosi di iniziative che presentano criticità sia sul piano della stabilità patrimoniale, sia su quello di potenziali conflitti di interesse, devono essere specificamente analizzati i rischi che ne derivano per la liquidità e la solvibilità della società, con una specifica valutazione del merito di credito della controparte; deve darsi conto, in particolare, delle condizioni applicate, che devono essere di mercato, sia per quanto concerne il prezzo, sia quanto alle garanzie richieste e al tasso di interesse praticato

negoziale, Padova, 1999, pp. 253 ss; per una critica alla contrapposizione tra teorie soggettive ed oggettive G. LENER, *op. cit.*, pp. 17 ss.

109 S. PATTI, *Della prova testimoniale. Delle presunzioni (artt. 2721-2729)*, in *Commentario del codice civile Scialoja - Branca* (a cura di F. GALGANO), Bologna, 2001, pp. 34 ss.

110 La dottrina sottolinea la natura gestoria dell'operazione, pur soggetta ad autorizzazione assembleare: A. VICARI, *sub art. 2358*, cit., p. 740. In tal senso sembra rilevante la considerazione dell'impossibilità di un'iniziativa diretta dei soci, ex artt. 2367 c.c. o 126-bis TUF, per la imprescindibilità del previo deposito della relazione degli amministratori (V. SALAFIA, *Condizioni per l'applicabilità del divieto di operazioni sulle proprie azioni*, cit., p. 575; S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., p. 105, che sottolinea al riguardo come la fase propositiva dell'operazione sia di esclusiva competenza e responsabilità dell'organo amministrativo; A. VICARI, *sub art. 2358*, cit., p. 740). Non sembra invece da condividere la ricostruzione (di V. SALAFIA, *Condizioni per l'applicabilità del divieto di operazioni sulle proprie azioni*, cit., 575) che ritiene la deliberazione assembleare giustificata dal fatto che l'operazione sia di per sé "estranea all'oggetto sociale" o "anomala"; convincenti in senso contrario, ritenendo necessaria una valutazione in concreto P. ABBADESSA, *I prestiti ai soci: appunti sul tema*, cit., p. 87; S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., p. 146; N. DE LUCA, *Operazioni sulle proprie azioni*, in *Trattato delle società* (diretto da V. DONATIVI), Tomo II, Torino, 2022, p. 816.

per il rimborso del finanziamento. Ciò non esclude, peraltro, l'applicazione della disciplina in materia di conflitti di interesse, di cui agli artt. 2373 e 2391 c.c.; se si tratta di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio si applicheranno altresì le regole sulle operazioni con parti correlate, di cui all'art. 2391-*bis* c.c., espressamente richiamato nell'ultimo comma dell'art. 2358 c.c.¹¹¹.

Qualora i finanziamenti e le garanzie siano prestate per l'acquisto di azioni proprie che la società detiene nel proprio portafoglio, l'autorizzazione dell'assemblea straordinaria, di cui al secondo comma dell'art. 2358 c.c., tiene luogo della deliberazione di autorizzazione alla disposizione di cui all'art. 2357-*ter* c.c. In questo caso il prezzo di acquisto delle azioni è determinato secondo i criteri previsti per il recesso; se si tratta di azioni negoziate in un mercato regolamentato si fa riferimento al prezzo medio ponderato del semestre precedente.

L'intervento dell'assemblea straordinaria è espressamente qualificato in termini di autorizzazione: resta fermo quindi al riguardo un certo margine di discrezionalità, quanto al compimento dell'operazione, in capo agli amministratori, i quali, conservando piena responsabilità, devono poter costantemente valutare la convenienza e l'opportunità per la società¹¹². Non adottandosi alcuna modificazione statutaria la deliberazione non è soggetta al controllo di legalità ex art. 2436 c.c., pur essendo necessariamente verbalizzata da notaio, in base al disposto dell'art. 2375 c.c.

2.3 I limiti quantitativi e la riserva indisponibile

Ulteriori prescrizioni sono poste dal punto di vista quantitativo, attingendo alla disciplina in materia di azioni proprie: l'ammontare complessivo degli importi finanziati o delle garanzie prestate non può eccedere il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato, tenuto conto anche di eventuali azioni proprie già detenute. Una riserva indisponibile di valore pari agli importi finanziati e alle garanzie fornite deve essere iscritta nel passivo di bilancio (art. 2358, comma 6, c.c.). La circostanza che tale presidio sia affiancato da una serie di altre prescrizioni conferma, come già osservato, che il legislatore non ritenga le operazioni di assistenza finanziarie rischiose unicamente sotto il profilo dell'integrità del capitale sociale.

Si consideri inoltre come in ambito di assistenza finanziaria la diminuzione dell'attivo possa essere solo potenziale – come avviene in caso di rilascio di garanzia – eppure la costituzione della riserva indisponibile sia sempre richiesta¹¹³. Il legislatore, dunque, non ha introdotto, quanto a questo profilo, una differenza di regime¹¹⁴.

111 Sul punto S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., pp. 103 s., ove ulteriori riferimenti.

112 A. VICARI, sub art. 2358, cit., p. 740.

113 M. S. SPOLIDORO, *Attuazione della direttiva*, cit., p. 75; G. STRAMPELLI, *Il limite quantitativo*, cit., p. 75; N. DE LUCA, *Riserve indisponibili*, cit., pp. 480 ss.

114 S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., pp. 158 ss., evidenziando la diversa funzione della riserva, osserva come sarebbe stato giustificato un diverso trattamento delle due ipotesi, in quanto con la prestazione di garanzie non vi è ancora un impiego effettivo di risorse finanziarie, ma un mero impegno, l'assunzione del rischio di dover eventualmente rimborsare il finanziamento contratto dal socio per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni.

Avendo riguardo ai diversi regimi previsti per la riserva in caso di acquisto di azioni proprie o di assistenza finanziaria, è stato inoltre osservato come anche la prestazione di assistenza finanziaria in forma di finanziamento comporterebbe una riduzione dell'attivo solo potenziale, «in connessione con il possibile inadempimento del terzo dall'obbligo di restituzione delle somme prestate», mentre «l'acquisto di azioni proprie determina una riduzione effettiva dell'attivo»¹¹⁵; al riguardo occorre distinguere a seconda che si tratti di società che applicano i principi IAS/IFRS o meno. Per le società non IAS/IFRS quella che varia è la composizione qualitativa dell'attivo, poiché in entrambe le fattispecie si verifica una immediata diminuzione dell'attivo (per il pagamento del prezzo delle azioni o la concessione del finanziamento), e un suo contestuale aumento (iscrivendo le azioni proprie nei bilanci non IAS/IFRS¹¹⁶ o il credito verso il socio). Variano però la natura dei beni e le prospettive di realizzo: nel primo caso il valore del cespite comperato (le azioni proprie) dipende dalla stessa redditività della società, amplificando quindi le oscillazioni di valore del suo patrimonio (accedendo alla tesi che ritiene le azioni proprie iscrivibili in bilancio secondo gli ordinari criteri di valutazione¹¹⁷), mentre nel secondo caso il credito iscritto a fronte dell'assistenza finanziaria è un credito verso un soggetto (già socio o che lo è diventato tramite l'operazione finanziata) il cui merito di credito è stato oggetto di puntuale valutazione (differendo quindi dai crediti verso i soci originati da conferimenti in denaro non integralmente liberati, unico caso di crediti iscritti al valore nominale, senza alcuna valutazione¹¹⁸). Per le società che applicano i principi IAS/IFRS è esclusa invece l'iscrizione delle azioni proprie all'attivo, e dunque si verifica una diretta riduzione del patrimonio netto, pari al prezzo pagato (IAS 32)¹¹⁹.

2.4 I soggetti beneficiari dell'assistenza finanziaria

La disciplina generale in materia di assistenza finanziaria esige che essa sia prestata a favore di soggetti specificamente individuati, nell'ambito di una complessa operazione sorretta da obiettivi imprenditoriali e di interesse per la società. Se si tratta di soci, ciò potrebbe incidere sul principio di parità di trattamento, in quanto il perseguimento di specifici fini imprenditoriali potrebbe richiedere il coinvolgimento nell'operazione di alcuni soci e non di altri; il sacrificio non può tuttavia essere aprioristico e assoluto, ma contenuto entro limiti coerenti con il progetto perseguito¹²⁰.

115 N. DE LUCA, *Operazioni sulle proprie azioni*, cit., p. 819.

116 Circostanza pure rilevata da N. DE LUCA, *Operazioni sulle proprie azioni*, cit., p. 818, nota n. 1314.

117 Dunque, soggette a svalutazione ex art. 2425 n. 3, c.c., se immobilizzazioni, o ex art. 2425 n. 9, per le partecipazioni non immobilizzate; per questa tesi Cass. 3 settembre 1996, n. 8048, in *Foro it.*, 1996, I, 2686.

118 G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 275 ss., 297 nota n. 135, 370 ss.

119 Sul punto L. ARDIZZONE, *Le azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 1167 ss.; G. STRAMPELLI, *Il limite quantitativo*, cit., p. 160.

120 S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., pp. 147 ss., ove si affronta anche la rilevanza del principio di parità di trattamento per quanto concerne l'individuazione dei soci dai quali il soggetto finanziato acquista le azioni. Su tale questione v. G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, p. 362; F. GUERRERA, *Abuso del voto e controllo "di correttezza" sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Soc.*, n. 1, 2002, p. 277.

Se l'assistenza finanziaria è prestata a favore di amministratori – della società stessa o della controllante – oppure a favore della controllante, o di terzi che agiscono per conto dei predetti soggetti, la relazione degli amministratori deve espressamente attestare «che l'operazione realizza al meglio l'interesse della società». L'espressione sembra alludere ad una valutazione comparativa rispetto ad altre alternative praticabili¹²¹, ma non appare necessario che si dia prova del fatto che la strada prescelta sia l'unica percorribile, ma che la soluzione adottata appaia ragionevolmente preferibile rispetto alle altre, dovendo essa rappresentare «lo strumento preferibile e in concreto più efficiente per realizzare quegli "obiettivi imprenditoriali" che la società si propone di conseguire e che gli amministratori devono illustrare nella loro relazione. Ciò anche tenuto conto, se del caso, della natura (eventualmente) infungibile dell'apporto che il nuovo socio si propone di dare alla gestione dell'impresa sociale»¹²².

Il rigore della disciplina è molto attenuato laddove beneficiari dell'assistenza finanziaria siano i dipendenti della società, o di controllanti o controllate: in questo caso l'interesse all'iniziativa è *in re ipsa*, e gli unici limiti rilevanti sono quelli di cui al comma 6 dell'art. 2358 c.c., ossia la soglia quantitativa e l'obbligo di iscrizione di una riserva. Solo per i dipendenti non opera neppure il divieto, altrimenti assoluto, di accettazione di azioni proprie in garanzia¹²³.

3 Assistenza finanziaria e *merger leveraged buy out*

3.1 Assistenza finanziaria e *merger leveraged buy out*: una questione definitoria

L'operazione straordinaria di *merger leveraged buy out* presenta sostanziali elementi di interferenza con l'assistenza finanziaria. Prima della riforma del diritto societario del 2003, era ampiamente discusso se il *merger leveraged buy out* violasse il divieto di assistenza finanziaria, ma per dare compiuta risposta a tale interrogativo è necessario prima analizzare la nozione stessa di *merger leveraged buy out*. Nello schema "classico" si fa riferimento alla operazione con la quale una società, indebitandosi con un terzo, acquista una partecipazione totalitaria o di controllo della società obiettivo (c.d. *target*) per poi incorporare quest'ultima e rimborsare le obbligazioni derivanti dal finanziamento con i flussi di cassa (c.d. *cash flow*) della società *target* o con la vendita dei beni appartenenti originariamente ad essa. Secondo la dottrina più autorevole, questa fattispecie sarebbe ricaduta nel divieto di assistenza finanziaria qualora fosse stata ravvisabile in concreto una frode alla legge perché la violazione del divieto sarebbe stata attuata per il tramite della combinazione di più negozi distinti¹²⁴.

121 F. CARBONETTI, sub art. 2358, cit., p. 371.

122 Così S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., p. 138.

123 Osserva N. DE LUCA, *Operazioni sulle proprie azioni*, cit., p. 827 come sia consentita la combinazione delle due operazioni (finanziamento dell'acquisto da parte della società, che trattiene le azioni in pegno a garanzia del credito).

124 Sul carattere elusivo della fattispecie classica di *merger leveraged buy out* in dottrina P. MONTALENTI, *Il leveraged buyout*, 1991, Milano, p. 66. qualora gli strumenti negoziali «si configurino come meccanismo elusivo comportando il raggiungimento del medesimo risultato economico sostanziale identificabile con la lesione dell'interesse protetto».

A ben vedere, invece, è opportuno sostenere che il *merger leveraged buy out* sia fenomeno ben più ampio poiché non comprensivo soltanto della fattispecie classica, ma di un insieme di fattispecie eterogenee che possono essere classificate a seconda della caratterizzazione, unitariamente economica e giuridica, o meramente economica¹²⁵. In questa seconda e più articolata prospettiva, alla fattispecie già menzionata se ne possono affiancare di ulteriori, nelle quali l'assistenza finanziaria assume una cornice giuridica, vuoi perché il finanziamento o la garanzia provenga direttamente dalla società *target* in proprio, vuoi perché avvenga per interposta persona. Tantomeno, in queste due ultime fattispecie, vi sarebbe un motivo sufficiente per escludere l'applicazione del divieto qualora l'assistenza finanziaria sia collocata nell'ambito di una fattispecie più complessa¹²⁶, il cui punto terminale è la confusione di due patrimoni differenti e l'annullamento delle azioni della società *target* o della *newco*¹²⁷.

3.2 L'originario divieto e le aperture della dottrina e della giurisprudenza di merito

Osservando il fenomeno dalla prospettiva della ricaduta finale sul piano economico, non avrebbe alcuna utilità una distinzione delle ipotesi operative di *merger leveraged buy out*. Sia nella fattispecie classica sia nelle altre fattispecie vi sono manifestazioni concrete di assistenza finanziaria, indipendentemente dalla modalità di conseguimento del risultato, che potrebbero pregiudicare gli interessi dei soci e dei creditori. D'altro canto, sarebbe inconferente volere sostenere che il divieto sia applicabile unicamente all'assistenza finanziaria "diretta" e non anche a quella "indiretta", raggiunta cioè non con un unico schema negoziale ma con una pluralità di negozi artatamente indirizzati a perseguire il medesimo risultato economico. Con un divieto assoluto, il legislatore sembrerebbe avere voluto assicurare, senza alcuna eccezione,

125 In effetti, il *merger leveraged buy out* è stato definito fenomeno proteiforme o poliedrico, che può assumere forme differenti, ma caratterizzato da unicità del risultato economico sostanziale. Cfr. R. PARDOLESI, *Leveraged buy out: una novità a tinte forti (o fosche)*, in *Giur. comm.*, n. 3, 1989, I, p. 402, e P. MONTALENTI, *ult. op. cit.*, pp. 18-22. È stata elaborata in dottrina una tassonomia delle fattispecie di *merger leveraged buy out* a seconda dell'identità dei promotori. Si distinguono, tra le varie fattispecie, ad esempio, le ipotesi di *management buy out*, *management buy in* e *buy in management buy out* (c.d. *b.i.m.b.o.*) l'iniziativa è assunta rispettivamente dagli amministratori della società *target* o da amministratori esterni alla società *target* o insieme da entrambi. Inoltre, l'iniziativa può essere presa dai medesimi dipendenti della società *target* (c.d. *employee buy out*), da investitori professionali (c.d. *institutional buy out*), da alcuni componenti di una famiglia, proprietaria della società *target*, per consentire la concentrazione della società *target* nelle mani di alcuni soltanto di loro (c.d. *family buy out*). Altra variante può riguardare la riorganizzazione di un gruppo di società per razionalizzarne gli assetti (c.d. *corporate buy out*). Da ultimo, l'acquisizione di una società può essere indirizzata al raggiungimento soltanto di un risparmio di imposta o addirittura ad una vera e propria elusione di imposta (c.d. *fiscal buy out* o *cash buy out*). Si rinvia per un quadro sistematico di questa tassonomia a S.A. CERRATO, *Le operazioni di leveraged buy out*, in *Trattato di diritto commerciale* (diretto da G. Cottino), *Le operazioni societarie straordinarie di scioglimento e liquidazione, trasformazioni, fusioni, leveraged buy out, scissioni*, (a cura di M. AIELLO – T. CAVALIERE – M. CAVANNA – S.A. CERRATO), Vol. V, Tomo II, Padova, 2011, pp. 533-535; F. MAMBRINI, *I problemi sempre attuali del leveraged buy out*, in *Dir. comm. int.*, n. 1, 1996, pp. 165 ss. Con particolare riguardo al *fiscal buy out* si rinvia a T. TASSANI, *Leveraged cash out e abuso del diritto*, in *Dir. prat. trib.*, n. 1, 2021, pp. 81 ss.

126 Ciò non toglie che il *merger leveraged buy out* sia operazione pericolosa. Cfr. M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, in *I Quaderni della Fondazione Italiana del Notariato*, n. 3, 2010, pp. 82 ss.

127 Sull'illegittimità della fattispecie in questione per violazione del divieto di assistenza finanziaria cfr. A. ALBANESE, *Leveraged buy out, rifinanziamento del debito originario e costituzione di garanzie reali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, n. 1, 2006, p. 40.

l'integrità del patrimonio sociale e la spontanea formazione del mercato azionario¹²⁸, predisponendo una protezione di carattere preventivo e precauzionale. A nulla rilevarebbe, sotto il profilo strettamente giuridico, il percorso che conduce l'interprete a dichiarare l'invalidità, ovvero il ricorso alla frode alla legge o ad altri istituti che consentano di individuare lo stretto collegamento tra i differenti atti negoziali. È innanzitutto la natura imperativa della norma che, a protezione di interessi generali, giustificherebbe l'inammissibilità di qualsiasi declinazione del fenomeno. Nel silenzio della disposizione il divieto non avrebbe dovuto riferirsi ad una fattispecie particolare¹²⁹ in quanto il legislatore *minus dixit quam voluit*¹³⁰: il concetto di garanzia avrebbe dovuto intendersi in senso ampio e non limitato ad una garanzia specifica, reale o personale, ma, piuttosto, applicato il principio generale di autonomia contrattuale (art. 1322 c.c.), a qualsiasi negozio atipico che assolvesse ad una funzione di garanzia dell'acquisto¹³¹.

Le conclusioni restrittive alle quali pervennero inizialmente dottrina e giurisprudenza nel previgente quadro normativo sono state progressivamente sottoposte a rivisitazione critica prima dell'introduzione dell'attuale disciplina. Una parte della dottrina ha sviluppato un orientamento a favore dell'ammissibilità della fattispecie classica scorporando il *merger leveraged buy out* in una pluralità di negozi indipendenti e autonomi. È stato sostenuto che, al momento dell'acquisizione della società *target* da parte della *newco*, la società *target* non fornisce alcun prestito e non presta nessuna garanzia per l'acquisizione delle sue azioni. Da parte sua, il finanziatore eroga il credito nella prospettiva eventuale che i beni della società *target* costituiranno garanzia dell'adempimento dei debiti assunti dalla *newco* ma assume il rischio che l'intera operazione non vada a buon fine perché la fusione potrebbe anche non perfezionarsi. A ben vedere, quando le due società si incorporeranno l'una nell'altra, non avviene alcuna

128 Una parte della dottrina P. MONTALENTI, *Il leveraged buyout*, cit., p. 65. evidenzia che il divieto non avrebbe solo la finalità di impedire l'eventuale distribuzione "abusiva" del patrimonio sociale a seguito del cambiamento della titolarità delle azioni. Questa conclusione è raggiunta sulla base della disarmonia dell'istituto con il regime giuridico dell'acquisto di azioni proprie. Mentre in quest'ultimo ambito è ammesso l'acquisto di azioni proprie nei limiti degli utili e delle riserve disponibili, la concessione di garanzie per l'acquisto delle medesime azioni è sempre vietato (nel momento in cui l'A. scrive, è comunque consentita l'assistenza finanziaria a favore dei dipendenti), per cui la disposizione non può intendersi posta solo a presidio delle ragioni dei creditori con l'obiettivo di assicurare effettività al capitale sociale. Per questo argomento v. anche S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, cit., p. 438.

129 Con riferimento all'argomento della mancanza di una specifica garanzia è stato osservato da G. GIULIANO, *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Not.*, n. 3, 2007, p. 321, che qualora essa sia intesa quale negozio volto a rafforzare l'aspettativa del soddisfacimento dell'obbligazione, difficilmente potrebbe concludersi che il *merger leveraged buy out* non sia rivolto ad ampliare la sfera patrimoniale posta a garanzia della realizzazione del credito.

130 Sul carattere elusivo della fattispecie classica di *merger leveraged buy out* rispetto al divieto di assistenza finanziaria ante riforma del diritto societario del 2003 in dottrina cfr. P. MONTALENTI, *Il leveraged buyout*, cit., p. 66, secondo il quale la violazione del divieto di assistenza finanziaria ricorre altresì qualora gli strumenti negoziali «si configurino come meccanismo elusivo comportando il raggiungimento del medesimo risultato economico sostanziale identificabile con la lesione dell'interesse protetto».

131 F. MARABINI, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: leveraged buy-out legalizzato?*, in *Giur. it.*, n. 10, 2006, p. 1996. In dottrina, è stato affermato altresì da G. FERNANDEZ, *Le operazioni sulle proprie partecipazioni nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, n. 5, 2010, pp. 787-788, che il divieto di assistenza finanziaria potesse considerarsi principio di ordine pubblico, come tale inderogabile, e che le «norme del nostro ordinamento che prevedono il citato divieto sono "norme materiali" tese ad impedire il risultato previsto (l'assistenza finanziaria da parte della società acquisita), a prescindere dalla forma utilizzata per conseguire detto risultato». A questa posizione, si aggiunge un intervento della giurisprudenza di legittimità (Corte di Cass. pen., Sez. V, 4 febbraio 2000, n. 5503, in *il Fall.*, n. 3, 2001, pp. 315 ss., con nota di F. Cò, *Divieto del leveraged buyout*, *ivi*, pp. 317 ss.) che, prima della riforma del diritto societario del 2003, ha sancito l'inammissibilità dell'operazione per contrarietà con l'art. 2358 c.c. Su questa sentenza si rinvia al commento di G.P. ACCINNI, *Operazioni di leveraged buyout ed un preteso caso di illiceità penale*, in *Riv. soc.*, n.1, 2001, pp. 193 ss.

assunzione di garanzia, tantomeno generica, da parte della società *target*: dopo la fusione, la società *target* non esiste più quale entità preesistente ma si "estingue"¹³² e le relative azioni sono annullate (o redistribuite in caso di fusione inversa, con annullamento delle azioni della *newco*)¹³³. In sostanza, secondo una parte della dottrina, in nessun istante la società *target* concede prestiti o assume garanzie in quanto i rapporti negoziali riguardano esclusivamente la società *newco* e il finanziatore; la partecipazione indiretta della società *target* al debito assunto dalla *newco* avviene a seguito dell'operazione di fusione, che è vicenda di mera riorganizzazione di assetti e compagini sociali, e non interferisce in alcun modo con il divieto di assistenza finanziaria¹³⁴.

Nella cornice di questo dibattito dottrinale, la legittimità del *merger leveraged buy out* è stata consacrata, dopo una serie di orientamenti ondivaghi¹³⁵, da una sen-

132 Di estinzione si può parlare soltanto in senso atecnico in quanto, come hanno avuto modo di precisare le Sezioni Unite della Corte di Cassazione (Cass. civ., Sez. Un., 8 febbraio 2006, n. 2637, in *Riv. not.*, 2006, 1135), dopo la riforma del diritto societario del 2003, la fusione non realizza l'estinzione della società incorporata ma «l'unificazione mediante l'integrazione reciproca delle società partecipanti alla fusione, risolvendosi in una vicenda meramente evolutivo-modificativa dello stesso soggetto giuridico, che conserva la propria identità, pur in un nuovo assetto organizzativo». A favore di questa ricostruzione anche il COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamenti societari, Fusione e scissione in generale, LA.22, Ammissibilità della fusione "propria" a favore di una società di persone di nuova costituzione con unico socio* - 1° pubbl. 9/06 - motivato 9/11, che cita l'art. 2504 - bis, comma 1, c.c., come risultante dal D.Lgs. n. 6/2003, per asserire che «la fusione tra società non comporta l'estinzione di un soggetto e la correlativa creazione di un diverso soggetto, ma si risolve in una vicenda meramente evolutiva e modificativa dello stesso soggetto, che conserva la propria identità, pur in un nuovo assetto organizzativo». È opportuno segnalare che una recente sentenza (Cass. civ., Sez. Un., 30 luglio 2021, n. 21970, in *Foro it.*, 11, 2021, I, pp. 3474 ss., con nota di N. DE LUCA, *Morte apparente o risurrezione di società? Riflessioni sull'«estinzione» dell'incorporata nella fusione*, *ivi*, pp. 3494 ss., e di D. DALFINO, *La fusione societaria quale evento estintivo, ma non interruttivo: brevi riflessioni (parzialmente critiche) a margine delle sezioni unite*, *ivi*, pp. 3502 ss., e in *ilsocietario.it*, 18 novembre 2021, con nota di F. PICCIONE, *La fusione come fenomeno estintivo-successorio*, *ivi*) è tornata a riflettere sulla natura giuridica della fusione e ha aderito, in particolare, all'orientamento del fenomeno estintivo-successorio, equivalente all'estinzione della società incorporata nella fusione, sebbene la riforma del 2003 avesse eliminato il riferimento alle società "estinte". Secondo i giudici di legittimità, la modifica letterale è alquanto anodina allo scopo di fondare una tesi radicale, qual è quella della vita sempiterna della società incorporata. Dopo la fusione, la società incorporata si estingue perché la società incorporata viene cancellata dal Registro delle imprese e la cancellazione determina l'estinzione ex art. 2495 c.c. Conseguente da queste affermazioni, che l'espressione "prosegue in tutti i suoi rapporti" non autorizzi a ritenere che il soggetto non si sia estinto in quanto la continuità dei rapporti giuridici può andare di pari passo con l'estinzione.

133 A questo riguardo, si è obiettato da parte di P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, n. 3, 2004, I, p. 800, che escludere la sussistenza di un accollo del debito da parte della società *target* in caso di *forward merger*, significa implicitamente ammettere che, se le azioni non fossero annullate, l'accollo sussisterebbe. Con il risultato paradossale che due situazioni identiche dal punto di vista sostanziale produrrebbero effetti disomogenei: in caso di *reverse merger* vi sarebbe accollo del debito e quindi violazione dell'art. 2358 c.c., mentre in caso di *forward merger* non vi sarebbe accollo e quindi nessuna violazione del divieto di assistenza finanziaria. L'A. non condivide quest'ultimo approdo, dovendo essere sempre valutato in concreto l'intento elusivo della struttura finanziaria complessiva dell'operazione, ravvisabile «se ed in quanto nel leveraged buy-out la fusione sia mirata esclusivamente ad ampliare la sfera patrimoniale posta a garanzia della realizzazione del credito», indipendentemente dalla prestazione di una garanzia specifica.

134 Su tutti si rinvia a F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie*, cit., pp. 180-182, nt. 11. Cfr. in questo senso anche G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle società*, Vol. 2, a cura di M. CAMPOBASSO, VII ed., Torino, 2012, p. 662; G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni. Usufrutto e pegno di azioni*, in *Trattato delle società per azioni* (diretto da G.E. COLOMBO - G.B. PORTALE), Vol. 2, Tomo 1, Torino, 1991, p. 488. In dottrina, in senso contrario si veda F. GRANDE STEVENS, *Fuori chi bara*, intervista di Cadornin, in *Espansione*, n. 212, 1988, p. 50, e Id., *Intervento*, in *Dir. fall.*, I, 1990, p. 694, e, successivamente, G. COTTINO, *Diritto commerciale*, I, 2, 3° ed., Padova, 1994, pp. 425 ss.; U. MORELLO, *Il problema della frode alla legge rivisitato: (fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buyouts e management buyouts)*, in AA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990, pp. 17 ss.

135 Sull'evoluzione della giurisprudenza in materia di *merger leveraged buy out* prima della riforma del diritto societario del 2003 cfr. N.A. BRUNO, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 6, 2002, I, pp. 807 ss., e anche dopo la riforma del diritto societario e la modifica della disciplina dell'assistenza finanziaria si

tenza della giurisprudenza di merito, che ne ha circoscritto l'ammissibilità alla valutazione concreta, ovvero alla circostanza che sussistano concrete ragioni imprenditoriali che giustificano l'operazione ed escludano la frode alla legge¹³⁶. In particolare, la decisione ha stabilito che l'operazione non presentasse di per sé profili di illegittimità a meno che «non siano stati utilizzati strumenti oggettivamente leciti per aggirare lo specifico divieto alla società emittente, di concedere prestiti o garanzie per l'acquisto di proprie azioni»¹³⁷.

Senonché, l'acquisita legittimità del *merger leveraged buy out* non elimina comunque alcune criticità della sentenza, che esclude la frode alla legge in presenza di un progetto industriale proiettato verso il futuro in grado di generare flussi di cassa. Ad essere rigorosi, come ha notato una parte della dottrina, non sembra che la mera predisposizione di un progetto industriale possa essere sufficiente ad escludere che l'intento dell'operazione sia quello di aggirare il divieto di assistenza finanziaria. Si dovrà piuttosto verificare quale sia lo scopo principale dell'operazione, distinguendo a seconda della circostanza che la traslazione del debito sia mero effetto collaterale o sia lo scopo principale e preminente della fusione. Con la conseguenza che nella prima ipotesi l'assunzione della garanzia da parte della società *target* sarà presumibilmente sorretta da ragioni economiche di concentrazione imprenditoriale e di patrimonializzazione della *newco* per la realizzazione dell'oggetto sociale, nella seconda ipotesi il progetto imprenditoriale potrebbe essere un mero strumento per utilizzare la leva finanziaria della società acquisita¹³⁸.

3.3 *Merger leveraged buy out*: la qualificazione del fenomeno

Con la riforma del diritto societario del 2003, è stato introdotto l'art. 2501-*bis* c.c. che ha riconosciuto la fattispecie della "fusione a seguito di acquisizione con indebitamento" ma ne ha subordinato la legittimità alla sussistenza di una serie di requisiti e obblighi di *disclosure*, lasciando però impregiudicata la questione della riconducibilità di essa alla disciplina dell'assistenza finanziaria¹³⁹.

rinvia a G. SALATINO, *Le operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (merger leveraged buy-out)*, in *Giur. comm.*, n. 3, 2018, II, pp. 363 ss.

136 Tribunale di Milano, 13 maggio 1999, in *Soc.*, n. 1, 2000, p. 75, con nota di M.S. SPOLIDORO, pp. 81 ss., e in *Giur. it.*, 1999, p. 2105, con nota di P. MONTALENTI, *Leveraged buyout: una sentenza chiarificatrice*, *ivi*, p. 2106, e successivamente a questa decisione si segnala anche Tribunale di Milano, 25 gennaio 2001, in *Giur. it.*, 2001, p. 761, che ha attribuito al giudice la facoltà di stabilire se l'operazione realizzi o meno una frode alla legge, i cui indici presuntivi sono la carenza di un progetto industriale valido, la mancanza di un piano finanziario equilibrato e il puro desiderio di sostituirsi alla compagine societaria senza portare innovazioni imprenditoriali.

137 Tribunale di Milano, 13 maggio 1999, cit.

138 P. MONTALENTI, *Leveraged buyout: una sentenza chiarificatrice*, cit., p. 2107.

139 La formulazione dell'art. 2501-*bis*, comma 1, c.c. ha il seguente tenore letterale: «Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della società il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo». In materia, dopo la riforma del 2003, oltre ai contributi infra citati, si rinvia *ex multis* a D.U. SANTOSUOSSO, *Il rapporto banca-impresa nelle operazioni di leveraged buy-out*, in *Dir. banc. merc. fin.*, n. 1, 2003, pp. 489 ss.; P. SCHLESINGER, *Merger leveraged buy out e riforma societaria*, in *Corr. giur.*, n. 6, 2003, pp. 705 ss.; C. BOLOGNESI, *Commento all'art. 2501-bis*, in G. GRIPPO (a cura di), *Commentario delle società*, Vol. II, Torino, 2009, pp. 1240 ss.

Prima facie, la disposizione sembrerebbe regolare una delle forme di assistenza finanziaria eccezionalmente ammessa, quella classica del *merger leveraged buy out*, con esclusione delle fattispecie nelle quali sia direttamente la società *target* a concedere prestiti o a prestare garanzie per l'acquisto delle proprie partecipazioni¹⁴⁰. Come l'art. 2358 c.c., l'art. 2501-*bis* c.c. presidia i medesimi interessi, ovvero i pericoli di annacquamento del capitale sociale con pregiudizio di soci e creditori, di manipolazione del mercato con distorsione della compagine sociale e di distrazione di risorse economiche rispetto alla realizzazione dell'attività sociale. Ciò accade – come detto – perché il risultato del *merger leveraged buy out* non è differente da quello previsto in tema di assistenza finanziaria in quanto la società *newco* "fa leva" finanziariamente sulla società *target* per ripianare i debiti contratti per l'acquisizione del controllo su quest'ultima. A sottolineare la riconducibilità del *merger leveraged buy out* all'assistenza finanziaria vi è altresì il collegamento formale dell'art. 2501-*bis* c.c. e dell'art. 2358 c.c.: l'art. 2358 c.c. fa salva espressamente l'applicazione dell'art. 2501-*bis* c.c., quasi ad indicare un rapporto di regola (art. 2358 c.c.) ed eccezione (art. 2501-*bis* c.c.). La fattibilità della fusione e l'inapplicabilità del divieto, in continuità con la giurisprudenza di merito, saranno quindi ammissibili soltanto qualora vi sia una valida giustificazione economica, ovvero una relazione degli amministratori che indichi le "ragioni che giustificano l'operazione" e contenga "un piano economico e finanziario", il quale individui la "fonte delle risorse finanziarie" e gli "obiettivi che si intendono raggiungere"¹⁴¹.

Altre ragioni, parimenti condivisibili, escludono la riconducibilità del fenomeno del *merger leveraged buy out* nell'ambito dell'assistenza finanziaria, benché tali operazioni presentino indiscutibilmente gli elementi di affinità menzionati.

Sotto il profilo formale, innanzitutto, la collocazione dell'art. 2501-*bis* c.c. nell'ambito della disciplina della fusione potrebbe costituire argomento valido per escludere la natura di assistenza finanziaria del *merger leveraged buy out*, almeno quanto alla fattispecie classica¹⁴². La fusione a seguito di acquisizione con indebitamento non sarebbe altro che una particolare fusione, distinta da quella tradizionale, per alcune forme di tutela aggiuntive previste dal legislatore, conservando la propria causa giuridica neutrale in quanto operazione evolutivo-modificativa indirizzata allo sviluppo e alla crescita dell'impresa¹⁴³. In secondo luogo, l'art. 7, lett. d), della Legge 3 ottobre 2001, n. 366, di delega della riforma del diritto societario, sembrerebbe delineare una fattispecie totalmente autonoma dalla disposizione dell'art. 2358 c.c., escludendo la violazione del divieto di assistenza finanziaria qualora la fusione riguardi due

140 Cfr. in questo senso A. MORANO, "Leveraged buy-out" nelle operazioni di fusione dopo la riforma, in *Not.*, n. 6, 2005, p. 658, e L.M. PETRONE, Il "giusto equilibrio" del legislatore italiano nel dare definitivo ingresso al *merger leveraged buy out*, in *Obbl. contr.*, n. 3, 2009, p. 248.

141 G. GIULIANO, *op. cit.*, p. 324.

142 In tale senso si veda R. ANNARATONE, *Altre operazioni sulle proprie azioni (art. 2358 c.c.)*, in N. DE LUCA (a cura di), *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie*, in *Leggi civ. comm.*, 2009, 460-461, e M.S. SPOLIDORO, *Attuazione della direttiva 2006/68/CE sui conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, *cit.*, pp. 74-75.

143 Sui benefici derivanti dalle fusioni sia su un piano microeconomico sia su un piano macroeconomico v. V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, in *Soc.*, n. 8, 2010, p. 960.

società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra¹⁴⁴. In terzo luogo, il perimetro di applicazione del *merger leveraged buy out* sembrerebbe più ampio rispetto a quello dell'assistenza finanziaria, come risultante dalla riforma dell'art. 2358 c.c., con il D.Lgs. 4 agosto 2008, n. 142. L'art. 2501-bis c.c. riguarda le operazioni di fusione, alle quali partecipano non solo società per azioni ma anche altre società di capitali; diversamente, l'assistenza finanziaria concerne esclusivamente le società azionarie, con ciò escludendo da qualsiasi operazione di assistenza finanziaria le società a responsabilità limitata¹⁴⁵. Infine, il legislatore subordina l'ammissibilità dell'assistenza finanziaria all'esistenza di uno specifico interesse della società a favorire l'operazione che non è necessario quando il terminale finale sia la fusione, in quanto l'art. 2501-bis c.c. richiede unicamente la tutela dell'equilibrio economico finanziario¹⁴⁶.

Sotto il profilo sistematico, altri ben più rilevanti argomenti delineano una discontinuità tra assistenza finanziaria e *merger leveraged buy out* sul piano patrimoniale, organizzativo e finanziario. Con riferimento alla specificità patrimoniale e organizzativa, la fusione realizza l'accollo alla società *target* di una quota del costo assunto dalla *newco* per la sua acquisizione, in misura stabile e definitiva, diversamente dall'assistenza finanziaria, che è operazione temporanea, nella quale la traslazione del debito e la perdita sul patrimonio sociale avviene soltanto in una fase eventuale e patologica dell'operazione, ovvero qualora il nuovo socio non rimborsi il finanziamento ricevuto dalla società. Quanto alla struttura finanziaria, l'art. 2358, comma 5, c.c. stabilisce un limite all'importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite pari agli utili disponibili e alle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio; l'art. 2501-bis, comma 2, c.c. non garantisce la sostenibilità dell'operazione di fusione, ripetendo un siffatto limite o rinviando ad esso, ma pone a carico degli amministratori l'obbligo di indicare nel progetto «le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione»¹⁴⁷.

3.4 *Merger leveraged buy out* e art. 2358 c.c.

Anche qualora si addivenga alla conclusione che assistenza finanziaria e *merger leveraged buy out* siano istituti affini ma differenti, ciò non esclude che vi possano essere sovrapposizioni tra la disciplina dell'assistenza finanziaria e quella del *merger leveraged buy out*, con ulteriori problemi di coordinamento, che gli interventi normativi

144 Invero, la legge delega sottraeva qualsiasi forma di assistenza finanziaria, sia essa prestata da un terzo sia essa prestata dalla società obiettivo, e finalizzata alla fusione, dall'applicazione dell'art. 2358 c.c. Diversamente, secondo V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Soc.*, n. 5, 2009, pp. 575 ss., spec. p. 577, l'art. 2501-bis c.c. è circoscritto alla fattispecie di assistenza finanziaria concessa da un terzo e non anche al prestito o alla garanzia concessi dalla società obiettivo, che ricadono necessariamente nell'ambito dell'art. 2358 c.c.

145 In questo senso F. MAGLIULO, *Il leveraged buyout nella fusione e nella scissione*, in *Il Nuovo dir. soc.*, n. 19, 2013, pp. 17-19, e S.A. CERRATO, *op. cit.*, p. 595.

146 Su quest'ultima distinzione L.M. PETRONE, *op. cit.*, pp. 249-250.

147 Su queste differenze v. ampiamente S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, *cit.*, pp. 176-192.

non hanno sciolto in maniera risolutiva, lasciando all'interpretazione esegetica la formulazione di differenti soluzioni applicative¹⁴⁸.

La disposizione dell'art. 2501-bis c.c. riceve un'inequivoca applicazione per la fattispecie classica di *merger leveraged buy out*, riferita al finanziamento erogato dal terzo per la sottoscrizione o l'acquisto delle azioni della società *target*. Sennonché, una parte della dottrina ha rilevato difficoltà di coordinamento con l'art. 2358 c.c. dopo la sua riforma, subordinando l'ammissibilità dell'operazione all'osservanza dell'art. 2358 c.c. o, quantomeno, al limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili, la cui violazione renderebbe illecita l'operazione del *merger leveraged buy out*¹⁴⁹.

Invero, all'accoglimento di questa conclusione¹⁵⁰ sembra ostare un'interpretazione sistematica e teleologica delle disposizioni che dovrebbe escluderne qualsiasi

148 Alle questioni che seguono, una parte della dottrina (F. MAGLIULO, *La fusione post acquisizione con indebitamento nella disciplina del diritto societario*, in *I Quaderni della Fondazione Italiana del Notariato*, n. 3, 2010, pp. 117 ss.) ne ha aggiunta un'altra riguardante la perdurante applicabilità dell'istituto della frode alla legge, una volta entrato in vigore l'art. 2501-bis c.c. Secondo quest'orientamento, l'art. 1344 c.c. sarebbe applicabile qualora il *merger leveraged buy out* sia posto in essere con lo specifico intento da parte degli amministratori della società *target* di eludere il divieto di assistenza finanziaria. A quest'interpretazione il medesimo A. obietta che quello della fusione post acquisizione con indebitamento è fenomeno al quale gli amministratori della società *target* sono del tutto estranei. Altra dottrina (M.P. FERRARI, *D.Lgs. n. 142/2008: conferimenti, acquisto di azioni proprie e altre operazioni della società sulle proprie azioni*, in *Soc.*, n. 11, 2008, p. 1432) incidentalmente dichiara che la fusione post acquisizione con indebitamento non possa incorrere nel divieto di assistenza finanziaria in quanto l'operazione sarebbe giustificata dall'obiettivo di rilanciare l'attività della società, ancorché ciò avvenga mediante il patrimonio della controllata.

149 È l'opinione di S.A. CERRATO, *op. cit.*, pp. 593-595, che estende l'applicazione dell'art. 2358 c.c. anche quando non vi è assistenza finanziaria prestata direttamente dalla società *target*. A favore di un'applicazione congiunta alle operazioni *merger leveraged buy out* della disciplina di cui all'art. 2501-bis c.c. e di quella dell'art. 2358 c.c. dopo la sua riforma, P. CARRIÈRE, *op. cit.*, p. 13, e I. DEMURO, *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di azioni proprie*, in *Giur. comm.*, n. 2, 2010, I, p. 240. Opinione differente è quella di S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, cit., p. 214, secondo il quale, da una parte, l'applicazione isolata dell'art. 2501-bis c.c. è limitata proprio a questa fattispecie classica; dall'altra, l'applicazione del limite del patrimonio netto alle operazioni di *leveraged* non sarebbe coerente con la natura economica dell'operazione.

150 Contro l'applicazione del limite quantitativo dell'art. 2358 c.c. al *merger leveraged buy out* cfr. N. DE LUCA, *Operazioni sulle proprie azioni*, cit., p. 825. Sulla possibilità di individuare un limite quantitativo o qualitativo all'indebitamento di cui la società *target* può essere gravata si rinvia a C. CINCO, *Merger leveraged buy out, sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento*, in *Riv. soc.*, n. 4, 2011, pp. 634 ss. L'A. esclude la possibilità di individuare un limite quantitativo analogo a quello dell'art. 2358 c.c. ma individua alcuni parametri per la valutazione qualitativa della legittimità della fusione sia dall'art. 2501-bis c.c. sia dal sistema. In particolare, dall'art. 2501-bis c.c., giunge alla conclusione che la sostenibilità dell'indebitamento debba essere dimostrata sul piano economico e finanziario predisposto dagli amministratori ed attestato come ragionevole dall'esperto. Dall'interpretazione coordinata delle altre disposizioni valorizza la funzione del rapporto di cambio e gli interessi dei creditori della società *target*. Sotto il primo profilo, la determinazione del rapporto di cambio deve essere congrua senza una eccessiva valorizzazione del patrimonio dell'incorporante, a danno dei soci di minoranza della società *target* che non hanno partecipazioni nella società acquirente e che, quindi, non ricevono alcun vantaggio patrimoniale diretto dal *merger leveraged buy out*. Sotto il secondo profilo, gli interessi dei creditori della società *target* potrebbero essere pregiudicati qualora la fusione – sotto il profilo prospettico – possa evidenziare la non sostenibilità futura del debito della società risultante dalla fusione, con legittimazione all'esercizio del diritto di opposizione. Da ultimo, un altro limite viene ravvisato quando la fusione distrugga il valore della società *target*, ovvero quando la "nuova" società riesca ad onorare i costi finanziari derivanti dall'indebitamento contratto dalla società *newco* per l'acquisizione ma abbia un valore economico inferiore a quella precedentemente posseduto dalla società *target*. Sulla questione del limite all'indebitamento cfr. anche il COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamenti societari, Fusione con indebitamento, L.B. 1., Ambito applicativo dell'art. 2501-bis c.c. - 1° pubbl. 9/06*, che, quanto alla nozione di "garanzia generica" di cui alla disposizione dell'art. 2501-bis c.c., ne circoscrive la portata e offre un'interpretazione di debiti rilevanti, riferita soltanto a «quelli che determinano, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto, ovvero quelli contratti in un momento in cui la società versava in una situazione finanziaria nella quale sarebbe stato ragionevole non contrarli». Un'interpretazione differente porterebbe infatti all'applicazione generalizzata dell'art. 2501-bis c.c. a tutte le fusioni con indebitamento, sul presupposto che dopo la fusione il patrimonio dell'incorporata costituisca sempre garanzia generica dei debiti contratti per l'acquisizione.

applicazione combinata. Ciò non dovrebbe valere esclusivamente nella fattispecie poc'anzi descritta ma altresì in tutte le fattispecie di assistenza finanziaria qualora le medesime siano preordinate alla fusione¹⁵¹. D'altronde, l'art. 2358 c.c. fa espressamente salva l'applicazione dell'art. 2501-*bis* c.c., con ciò volendo escludere l'applicazione della prima disposizione a favore dell'altra in quanto la neutralità della fusione dovrebbe prevalere sulle esigenze di tutela che l'assistenza finanziaria intende presidiare. Tale interpretazione è pure in linea con la sopra citata legge delega di riforma del diritto societario che escludeva genericamente la violazione del divieto di assistenza finanziaria, qualunque fosse il soggetto erogante il prestito o concedente la garanzia per l'acquisizione della società *target*. Da ciò consegue l'applicazione dell'art. 2501-*bis* c.c. ogniqualvolta l'assistenza finanziaria, diretta o indiretta, sia indirizzata a convergere in un'operazione di fusione¹⁵².

Un'applicazione combinata delle disposizioni rimane unicamente qualora l'assistenza finanziaria direttamente concessa dalla società obiettivo non sia preordinata alla predisposizione del *merger leveraged buy out* e a quest'ultima operazione si addiunga, sul piano strategico, solo in un secondo momento. Potrebbe infatti accadere che la fusione costituisca rimedio per sopravvenuta insostenibilità dell'operazione precedentemente stipulata e, pertanto, all'applicazione dell'art. 2358 c.c. dovrà necessariamente aggiungersi quella dell'art. 2501-*bis* c.c., con una duplicazione di oneri procedurali.

151 In contrario S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, cit., p. 213, ritiene che l'applicazione combinata delle due disposizioni discenda proprio dalla circostanza che queste disciplinano in modo diverso operazioni diverse.

152 A favore di un'interpretazione teleologicamente orientata delle disposizioni dell'art. 2358 c.c. e dell'art. 2501-*bis* c.c. cfr. V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-*bis* c.c.*, cit., pp. 575 ss., spec. pp. 579-580. Esclude l'applicazione congiunta delle disposizioni N. DE LUCA, *Operazioni sulle proprie azioni*, cit., p. 825. Tuttavia, l'A., in caso di prestito erogato direttamente dalla società *target*, ritiene applicabile unicamente l'art. 2358 c.c., ritenendo che la legittimità dell'operazione, posta in essere nel rispetto delle prescrizioni dell'art. 2358 c.c., non possa essere messa in discussione perché lo scalatore finanziato e gli amministratori della società bersaglio intendano fondere le società a seguito dell'acquisizione del controllo. Per un'applicazione combinata delle disposizioni cfr. S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, cit., p. 212, per il quale la circostanza che la fusione sia programmata dall'inizio non esclude l'applicazione dell'art. 2358 c.c.

1 Assistenza finanziaria e attività bancaria (e finanziaria)

Il fenomeno dell'assistenza finanziaria si atteggia in maniera peculiare, suscitando maggiori difficoltà interpretative, laddove essa sia prestata da soggetti che istituzionalmente concedono finanziamenti, quali le banche – comprendendo l'attività bancaria l'esercizio del credito – cui possono aggiungersi gli intermediari finanziari non bancari (di cui agli artt. 106 ss. TUB), che istituzionalmente svolgono l'attività di concessione di finanziamenti¹⁵³.

1.1 L'assistenza finanziaria tra attività istituzionale e operazione strumentale

Normalmente, per le società che non concedono credito professionalmente, la prestazione di un finanziamento può essere un elemento già di per sé caratterizzato da un certo indice di anomalia. Non si esclude, naturalmente, che la concessione di finanziamenti possa costituire un'operazione strumentale ai fini del conseguimento dell'oggetto sociale, ma tale circostanza deve essere concretamente valutata, in relazione alla singola vicenda, senza che una generica previsione nella clausola delle cc.dd. "operazioni strumentali" possa comportare un'automatica valutazione di ammissibilità e di inerenza rispetto all'attività ordinariamente esercitata. Oltretutto la prestazione di finanziamenti costituisce un'attività il cui esercizio professionale è riservato a determinati soggetti (banche e intermediari finanziari), soggetti a specifiche autorizzazioni e a controlli pubblicistici; dunque a società "ordinarie" è consentita la concessione di singoli finanziamenti, purché essa non sia connotata da caratteristiche di professionalità e sistematicità, e comunque sia scevra da elementi di anomalia, quali la presenza di conflitti di interesse o di condizioni fuori mercato.

In ambito bancario, invece, ove la concessione di finanziamenti costituisce operazione tipica, può risultare più complesso individuare quali fattispecie siano da ascrivere all'ordinaria attività creditizia, e quali invece ricadano nell'ambito della prestazione di assistenza finanziaria di cui all'art. 2358 c.c.

153 L'esercizio dell'attività di concessione dei finanziamenti, svolta nei confronti del pubblico, è riservato alle banche e agli altri intermediari autorizzati; ai sensi dell'art. 3, D.M. 2 aprile 2015, n. 53, l'attività si considera esercitata nei confronti del pubblico "qualora sia svolta nei confronti dei terzi con carattere di professionalità". Restano pertanto fuori dalla riserva di cui all'art. 106 TUB i contratti di finanziamento prestati occasionalmente, nonché quelli non rivolti al pubblico (al riguardo v. anche le specifiche ipotesi di cui all'art. 3, comma 2, D.M. 52/2015)

1.2 Le peculiarità in ambito bancario. La rilevanza dell'elemento soggettivo per l'integrazione della fattispecie

Le peculiarità della fattispecie in ambito bancario erano ben presenti al legislatore comunitario che, sulla scorta della legislazione inglese, aveva previsto un'apposita esenzione, nell'art. 23 della seconda direttiva, per gli "atti negoziali effettuati nell'ambito delle operazioni correnti delle banche e di altri istituti finanziari"¹⁵⁴. Tale esenzione non è stata oggetto di recepimento (nonostante fosse prevista nei progetti Ferri e d'Alessandro¹⁵⁵); tuttavia, come acutamente osservato¹⁵⁶, l'esenzione potrebbe effettivamente costituire un serio criterio di discriminazione ove venisse adottato un parametro di valutazione delle operazioni strettamente oggettivo. Se però, come in questa sede si è sostenuto, si accoglie la tesi che attribuisce rilevanza, ai fini dell'integrazione della fattispecie, all'elemento soggettivo, si consente, comunque, di ricomprendere queste vicende nel divieto generale¹⁵⁷, che opererebbe pienamente, allora, anche per gli enti creditizi¹⁵⁸, se il credito viene consapevolmente concesso allo scopo di agevolare l'acquisto di azioni proprie.

Naturalmente, per i soggetti che concedono credito professionalmente, risulta necessario valutare con particolare attenzione le condizioni e le modalità di conclusione dell'operazione, e il comportamento precedente e successivo delle parti, al fine di cogliere la sussistenza dell'elemento soggettivo¹⁵⁹: tra gli indici presuntivi possono essere contemplate la registrazione di un andamento anomalo nell'erogazione di credito a favore di clienti-soci in occasione di un aumento del capitale sociale¹⁶⁰, o il rinnovo di affidamenti a clienti, quando sia noto che le somme già erogate siano state destinate all'acquisto di azioni¹⁶¹, o anche l'inadeguatezza dell'investimento in titoli in

154 La disciplina UE dell'assistenza finanziaria è stata oggetto di una pluralità di interventi normativi. Dapprima l'art. 23 della Seconda direttiva di diritto societario (dir. 77/91/CEE del 13 dicembre 1976) ha stabilito un divieto assoluto di assistenza finanziaria, con l'eccezione «delle operazioni correnti delle banche e di altri istituti finanziari e delle operazioni per l'acquisizione di azioni da parte del o per il personale della società o di una società collegata a quest'ultima». A seguito della dir. 2006/68/CE del 6 settembre 2006, l'art. 23, par. 1, della dir. 77/91/CEE (ora art. 64 dir. UE 2017/1132 del 14 giugno 2017) è stato novellato e il divieto assoluto è stato temperato, perdendo il suo carattere di assolutezza ma mantenendo le eccezioni della disciplina originaria. Sull'evoluzione della disciplina v. Cap. II, § 1. Sull'art. 23 della Seconda direttiva di diritto societario E. WYMEERSCH, *Article 23 of the second company law directive: the prohibition on financial assistance to acquire shares of the company*, cit., pp. 725 ss.

155 Il primo in *Giur. comm.*, 1979, I, 955 ss.; su di esso S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, cit., 452 ss.; il secondo in *Giur. comm.*, 1984, I, pp. 986 ss.

156 Da S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, cit., p. 444, che segnala come l'esenzione derivasse da analoga previsione del *Companies Act* inglese all'epoca vigente.

157 Per la rilevanza della consapevolezza della destinazione del finanziamento, da entrambe le parti, L. ARDIZZONE, *Assistenza finanziaria: spunti in relazione all'attività bancaria*, cit., pp. 1032 ss.

158 Precisa che l'osservanza dell'art. 2358 c.c. sia imposta anche alle società finanziarie V. SALAFIA, *L'art. 2358 c.c. dopo il D. Lgs. 4 agosto 2008, n. 142*, cit., p. 24.

159 Importante criterio ermeneutico nella valutazione dell'esistenza del collegamento appare essere il principio della buona fede inteso in senso oggettivo: così G. SCHIZZEROTTO, *op. cit.*, pp. 158

160 Come avvenuto nelle note vicende delle banche venete, sulle quali v. *infra*.

161 Queste esemplificazioni in S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., pp. 96 ss.; sul tema specifico L. ARDIZZONE, *Assistenza finanziaria: spunti in relazione all'attività bancaria*, cit., pp. 1029 ss.

relazione alla profilatura prevista dalla direttiva UE del 15 maggio 2014 n. 2014/65/UE (c.d. *MiFID II*)¹⁶².

Sembra, però, indispensabile una precisazione al riguardo. Gli enti creditizi sono tenuti ad effettuare una scrupolosa valutazione del merito di credito dei propri clienti e dei rischi connessi ai finanziamenti, nella fase istruttoria (nonché a verifiche successive, relative anche all'utilizzo dei fidi)¹⁶³, dunque non può essere affermato che in qualsiasi circostanza sussistano maggiori difficoltà nell'accertamento della destinazione delle somme ricevute, soprattutto con riguardo ad operazioni di importo rilevante¹⁶⁴.

Su tale specifico aspetto ha avuto modo di esprimersi perentoriamente il Consiglio di Stato¹⁶⁵, con riguardo alle operazioni compiute in violazione dell'art. 2358 c.c.¹⁶⁶ (da una banca posta in amministrazione straordinaria e poi in liquidazione coatta amministrativa): «è, invero, del tutto inverosimile (...) che la banca X non fosse a conoscenza della destinazione delle somme messe a disposizione dei propri clienti (fra i quali anche alcuni dei suoi soci) per importi molto ingenti e utilizzate per sottoscrivere l'aumento di capitale della banca rimasto inoptato. Del resto, se così davvero fosse, risulterebbe ulteriormente confermato che l'erogazione del credito da parte di X avveniva al di fuori di ogni controllo e senza alcun vaglio dell'operazione finanziata».

Certamente la questione potrebbe porsi in termini diversi per un cliente, che ottenga un finanziamento di modesto ammontare (o concesso specificamente per finalità diverse) e poi lo destini all'acquisto di una piccola quantità di azioni della stessa banca finanziatrice, magari quotata, che potrebbe in concreto ignorare la specifica destinazione dei fondi¹⁶⁷. Questo potrebbe essere, in concreto, uno dei casi in cui il collegamento negoziale risulterebbe mancante per difetto della consapevolezza – in capo

162 Per questo rilievo Trib. Torino, 2 febbraio 2017, in www.ilcaso.it e in dirittobancario.it, con nota di M. R. LENTI, *Popolari venete: sulla nullità dell'assistenza finanziaria indiretta finalizzata alla sottoscrizione di azioni di una società controllante*.

163 V. *Disposizioni di vigilanza per le banche*, Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 e s.m.i.; *Codice di comportamento del settore bancario e finanziario* dell'A.B.I.; artt. 53, co. 1, lett. b), 124-bis, 147 T.U.B. Le Disposizioni di vigilanza, in estrema sintesi, prevedono che l'intero processo di erogazione del credito (istruttoria, misurazione del rischio, erogazione, controllo dell'andamento, monitoraggio delle esposizioni, revisione delle linee di credito e interventi in caso di anomalie) debba risultare dal regolamento interno della banca; che nella fase istruttoria la banca acquisisca tutte le informazioni necessarie per una adeguata valutazione del merito creditizio del soggetto finanziato, dal punto di vista patrimoniale e reddituale; che sia individuata una corretta remunerazione del rischio assunto; che i monitoraggi delle singole esposizioni siano svolti con sistematicità, in modo da segnalare tempestivamente l'insorgere di anomalie; che l'*internal audit* assicuri periodiche verifiche sull'affidabilità ed efficacia del complessivo processo.

164 Nelle *Disposizioni di vigilanza per le banche*, cit., si precisa che "la corretta rilevazione e gestione di tutte le informazioni necessarie riveste particolare importanza nelle procedure per l'assunzione di grandi esposizioni". Ritengono invece non sussistente un obbligo della banca di indagare sull'impiego della provvista G. CESARI-M. FUMAROLA, *Le conseguenze delle operazioni baciate. Profili di specialità del regime dell'assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie nelle banche*, in *Dir. banca*, 2021, p. 659.

165 Consiglio di Stato, 20 dicembre 2012, n. 6583, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 2, 2014, II, pp. 151 ss., con nota di G. MARTINA, *Note sparse intorno ad un caso di amministrazione straordinaria di banca*.

166 Ritenute "gravi violazioni di disposizioni legislative che regolano l'attività bancaria", ai sensi dell'art. 70 T.U.B., e dunque idonee a costituire uno dei presupposti dell'amministrazione straordinaria.

167 L. ARDIZZONE, *Assistenza finanziaria: spunti in relazione all'attività bancaria*, cit., 1030, con riguardo all'ipotesi di "un cliente *retail* di una banca quotata che chieda un finanziamento non di scopo (...) alla banca stessa con l'intento (non espresso) di acquistare proprie azioni".

al soggetto finanziatore – della destinazione delle somme, e dunque della connessione funzionale con l'acquisto di azioni.

Nella giurisprudenza¹⁶⁸, tra gli elementi presuntivi del collegamento è stato attribuito rilievo alla "strettissima relazione temporale" tra la concessione degli affidamenti (o il loro aumento), di importo considerevole, e gli acquisti di azioni, nonché alla circostanza che le operazioni di assistenza finanziaria erano avvenute "su iniziativa dell'istituto bancario e in omaggio ad una strategia decisa dalla gerarchia bancaria", in quanto era emerso dall'istruttoria come la banca avesse bisogno "di alleggerire il fondo azioni proprie".

In quella vicenda, la circostanza che gli acquisti di azioni, collegati alle operazioni di assistenza finanziaria, proposti dalla banca ai propri correntisti dipendessero dalla volontà di disporre di azioni proprie illegittimamente acquistate risulta confermata da un comunicato diffuso dalla Banca d'Italia¹⁶⁹ – senza che, però, sia dato sapere se fossero stati assunti degli obblighi, da parte della banca, di riacquisto di azioni¹⁷⁰.

1.3 Incidenza sul patrimonio di vigilanza delle banche

Il fenomeno dell'assistenza finanziaria rileva anche sotto il profilo del rispetto dei requisiti minimi di vigilanza: il Regolamento (UE) n. 575/2013 *relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012* (c.d. CRR), come aggiornato dal Regolamento (UE) 2019/876 prevede che gli strumenti di capitale, tra i quali sono comprese le azioni, possano essere considerati strumenti del capitale primario di classe 1 solo se (art. 28, lett. b) «sono interamente versati e l'acquisizione della loro proprietà non è finanziata dall'ente, né direttamente né indirettamente». Dunque, se per l'acquisto (o la sottoscrizione) delle azioni risulta essere stato prestato un finanziamento (sia direttamente, sia indirettamente) da parte della banca emittente, esse non potranno essere computate nel patrimonio di vigilanza.

¹⁶⁸ Trib. Venezia, 29 luglio 2019, cit.

¹⁶⁹ Chiarimenti sulla Banca Popolare di Vicenza, 27 ottobre 2015, disponibile su www.bancaditalia.it, in cui si afferma che gli acquisti di azioni proprie erano avvenuti senza autorizzazione. In virtù degli artt. 77-78 del Regolamento UE del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (c.d. CRR), dal gennaio del 2014 l'autorizzazione della Banca d'Italia è richiesta per qualsiasi acquisto di azioni proprie, mentre precedentemente la Vigilanza era chiamata ad autorizzare tali riacquisti solo se essi eccedevano il 5 per cento del capitale. L'autorizzazione viene fornita sulla base di valutazioni di natura esclusivamente prudenziale.

¹⁷⁰ Sul punto v. Trib. Verona, 26 maggio 2014, con nota contraria di F. ACCETELLA, *Profili di illegittimità dell'opzione di(ri)vendita delle azioni a prezzo garantito alla società emittente*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 6, 2015, II, pp. 738 ss., che, condivisibilmente, evidenzia i profili di possibile contrarietà di simili pattuizioni all'art. 2358 c.c., oltre che di violazione del divieto di patto leonino, in caso di opzione a prezzo garantito (su quest'ultimo tema v. recentemente Cass. 4 luglio 2018, n. 17498, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 3, 2019, II, pp. 70 ss., con nota di N. DE LUCA, *Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*, *ivi*, pp. 81 ss.; sulla questione M.S. SPOLIDORO, *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 1285 ss.). Distinta da tale ipotesi è quella relativa al rilascio di dichiarazioni e garanzie patrimoniali reddituali da parte della società, sulla quale v. M. SPERANZIN, *L'aumento di capitale "garantito"*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 1, 2007, pp. 454 ss. Specifici richiami al rispetto della disciplina di vigilanza nel riacquisto di azioni proprie, e "all'esigenza di non ingenerare nei soci aspettative di sicura e pronta liquidabilità del titolo azionario o di garanzia di un rendimento minimo dell'azione", in *Nota tecnica trasmessa dalla Banca d'Italia alla Commissione d'inchiesta del Consiglio Regionale del Veneto*, cit.

La circostanza che esista obiettivamente un intervento della banca emittente per fornire la provvista destinata all'acquisto delle azioni incide direttamente e immediatamente sulla irrilevanza, ai fini prudenziali, della corrispondente frazione del capitale sociale. Da questo punto di vista la disciplina del capitale finanziato ai sensi della CRR diverge rispetto a quella in materia di assistenza finanziaria, per la quale è invece necessaria la sussistenza dell'elemento soggettivo (consapevolezza) per l'integrazione della fattispecie.

Se vi sono indubbe differenze sul piano normativo per l'individuazione dei due fenomeni, in concreto le differenze sembrano attenuarsi. È certamente vero che potrebbe verificarsi una sfasatura temporale – tra il momento in cui vengono iscritte in bilancio le azioni “finanziate” e quello nel quale le autorità di vigilanza ne accertino l'effettiva natura, imponendo l'applicazione della disciplina della CRR, e quindi scomputandole dal patrimonio di classe 1 – della quale la banca potrebbe, per un certo lasso temporale, approfittare¹⁷¹.

Se però si tratti di assistenza finanziaria che potremmo definire “accidentale”, nella quale cioè manca del tutto l'elemento di consapevolezza della destinazione della provvista da parte della banca finanziatrice (come può accadere nel caso in cui siano state acquistate poche azioni quotate), l'operazione non rileverà sul piano civilistico ex art. 2358 c.c., mentre, pur astrattamente rilevante sul piano della CRR, difficilmente questo profilo potrebbe essere effettivamente accertato.

1.4 Cautele interpretative

Resta comunque da individuare l'esatto perimetro di ciò che possa costituire finanziamento “indiretto”, sembrando opportuno che, posta la naturale fungibilità del denaro, non possa essere considerata automaticamente rilevante la circostanza che un soggetto, beneficiario a qualsiasi titolo di finanziamenti da parte della banca, sia socio della stessa, occorrendo un nesso concreto volto a poter ritenere che ad essere finanziato sia stato proprio l'acquisto delle azioni, e non in generale il soggetto che ne sia titolare¹⁷².

Tale circostanza rafforza da un lato il convincimento della sussistenza di puntuali doveri di analisi e di acquisizione di informazione, da parte delle banche e degli intermediari finanziari, nell'erogazione e nella gestione del credito; dall'altro, la necessità di verificare con particolare prudenza, trattandosi di soggetti che istituzionalmente esercitano il credito, la ricorrenza di elementi dai quali desumere la specifica finalizzazione degli investimenti¹⁷³.

171 Come osservano G. CESARI-M. FUMAROLA, *Le conseguenze delle operazioni bacciate*, cit., pp. 664 ss.

172 V. infatti al riguardo le osservazioni della Banca d'Italia (*Chiarimenti sulla Banca Popolare di Vicenza*, 27 ottobre 2015, cit.), che ritiene verificabile il nesso tra acquisto e finanziamenti solo sulla base di verifiche ispettive, non in virtù di meri riscontri “cartolari”.

173 In questo senso sembrano collocarsi App. Bologna, 19 ottobre 2021, n. 2654 e la conforme pronuncia di primo grado (Trib. Ferrara, 24 luglio 2020, n. 420), entrambe inedite e non reperite da chi scrive ma citate da M. LEMBO, *Riflessioni sulle “operazioni bacciate” ed evoluzione della giurisprudenza*, cit., pp. 1054 s., nelle quali non vengono qualificati come operazioni di assistenza finanziaria degli affidamenti concessi nel 2012 cui conseguono acquisti azionari due anni

1.5 Banche in l.c.a. e procedibilità delle domande

A seguito dell'assoggettamento a procedure di liquidazione coatta amministrativa nei confronti delle banche venete si è posta all'attenzione la questione della procedibilità, dinanzi al giudice ordinario, delle domande di nullità delle operazioni di assistenza finanziaria, sulla quale si registra giurisprudenza non omogenea¹⁷⁴. In ragione dell'apertura della procedura di liquidazione coatta amministrativa trova applicazione l'art. 83, comma 3, del TUB, che, conformemente agli artt. 52 e 24 l. fall., esprime i principi generali della ripartizione della massa attiva secondo le regole del concorso e ad opera degli organi della procedura, nonché della *vis attractiva* del tribunale della procedura per le azioni civili di qualsiasi natura derivanti dalla stessa.

In linea di principio, poiché tutti i crediti nei confronti del fallito devono essere accertati all'interno della procedura concorsuale, sussiste la competenza del tribunale della procedura sia quando la pretesa creditoria è fatta valere direttamente nel concorso, sia quando la domanda proposta costituisca la premessa ed il mezzo attraverso il quale si intende ottenere il riconoscimento dell'obbligazione vantata nello stato passivo fallimentare¹⁷⁵.

Sono reputate azioni derivanti dal fallimento, ai sensi dell'art. 24 l. fall., quelle che comunque incidono sul patrimonio del fallito, "compresi gli accertamenti che costituiscono premessa di una pretesa nei confronti della massa"¹⁷⁶. Non rientrerebbero, invece, in tale novero le azioni costitutive o di mero accertamento, quando con la domanda non si avanzino anche pretese creditorie: esse, dunque, potrebbero essere avanzate in sede ordinaria¹⁷⁷.

Una parte della giurisprudenza ha ritenuto quindi necessario individuare lo scopo ultimo dell'accertamento richiesto per determinare la procedibilità della domanda davanti al giudice ordinario: pertanto solo la domanda volta a far dichiarare la nullità delle operazioni di assistenza finanziaria è considerata procedibile, in quanto attraverso tale pronuncia vengono meno gli obblighi di adempimento nei confronti della procedura, relativi al finanziamento ricevuto: essa non potrebbe tuttavia essere ottenuta nell'ambito della procedura, finalizzata all'accertamento del passivo¹⁷⁸. Si

dopo, nel 2014, o successive operazioni di "accrediti per anticipo fatture" cui conseguono acquisti di azioni della banca da parte di soggetti terzi e non dalla stessa banca, per importi assolutamente non coincidenti.

174 Da ultimo La Cassazione, con ordinanza n. 36105 del 22 novembre 2023, ha disposto un rinvio al fine di coordinare, in base ad un criterio di concentrazione temporale, i numerosi procedimenti pendenti sulla questione, per assicurare unitarietà di trattazione.

175 Cass. 5 marzo 1990, n. 1729, in *Fallimento*, 1990, p. 698.

176 Cass. 8 agosto 2007, n. 17388 *Rep. Foro it.* 2007, *Fallimento*, n. 420; Cass. 23 luglio 2010, n. 17279, in *Foro it.*, 2011, I, p. 3402; Cass. 2 dicembre 2011, n. 25868, in *Rep. Foro it.* 2011, *Fallimento*, n. 295; Cass. 2 dicembre 2011, n. 25868, in *Rep. Foro it.* 2011, *Fallimento*, n. 295; Cass. 24 gennaio 1996, n. 532. *Dir. fall.*, 1996, II, p. 844.

177 Cass. 23 luglio 2010, n. 17279, cit., relativa alla declaratoria di nullità di un contratto di edizione.

178 In questo senso Trib. Venezia, 29 luglio 2019, cit.; Trib. Venezia, 4 giugno, 2019, n. 1202; conformi ulteriori sentenze del medesimo tribunale (Trib Venezia, 26 aprile 2019, n. 875, n. 878, n. 879, in www.dirittobancario.it), che ritengono procedibili solo quelle domande non destinate ad incidere sullo stato passivo della banca posta in l.c.a., avendo riguardo sempre al *petitum* sostanziale. Così si ritiene improcedibile una domanda, pure volta a far dichiarare la nullità di un'operazione analoga a quella in esame, ma il cui finanziamento era già stato rimborsato: l'accertamento della nullità costituirebbe il presupposto logico della domanda di restituzione, da far valere in sede concorsuale (sent. n. 875). Viceversa, è ritenuta procedibile davanti al giudice ordinario la domanda tesa all'accertamento della inesistenza del debito di restituzione delle somme oggetto di affidamento, in quanto «la parte non potrebbe, dalla procedura

considerano invece comunque improcedibili le domande volte ad accertare l'inefficacia di addebiti, in quanto aventi funzione potenzialmente restitutoria, così come le domande di compensazione e di rideterminazione dei saldi.

In senso contrario, in altre sedi si è riconosciuta portata assorbente all'art. 83, comma 3, TUB, ritenendo che esso renda comunque improcedibile qualsiasi domanda volta a far valere, anche solo indirettamente, un credito nei confronti della procedura, comprendendo quindi anche le domande di accertamento negativo¹⁷⁹.

2 Assistenza finanziaria e attività creditizia a scopo mutualistico

Recenti vicende giudiziarie hanno riportato l'attenzione circa l'applicabilità dell'art. 2358 c.c. alle società cooperative, e in particolare alle banche popolari; la questione, infatti, non appare del tutto pacifica¹⁸⁰, in ragione del rinvio operato dall'art. 2519 alle disposizioni dei tipi s.p.a. e s.r.l. per gli aspetti non espressamente contemplati nel titolo dedicato alle cooperative, ma nei limiti di compatibilità. Occorre, dunque, in primo luogo verificare l'applicabilità della disposizione alle società cooperative, per poi indagarne le peculiarità in relazione alle banche che adottano il tipo cooperativo.

concorsuale, ottenere una pronuncia che accerti la inesistenza di un credito della procedura medesima verso il terzo» (sent. n. 878). In materia v. anche Trib. Genova, 5 luglio 2017, in *Soc.*, n. 10, 2017, pp. 1132 ss., con nota di P. CECCHINATO, *Quale destino per le cause proposte contro le due popolari venete?*. Alla luce del quadro così ricostruito emerge una disparità di trattamento, in relazione alla quale è stata sollevata questione di legittimità costituzionale, dichiarata però inammissibile dalla Corte Costituzionale (sent. 7 novembre 2022, n. 225).

179 Trib. Vicenza, 14 marzo 2018, n. 733; Trib. Padova, 5 febbraio 2019; Trib. Torino, 27 febbraio 2019, n. 939.

180 La tesi favorevole appare comunque prevalente: G. BONFANTE, *Delle imprese cooperative*, sub art. 2522, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1999, p. 450; A. DOLMETTA, *Operazioni delle cooperative sulle proprie "partecipazioni: le novità della disciplina*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* (diretto da P. ABBADESSA - G.B. PORTALE), Milano, 2007, Vol. 4, pp. 899 ss.; A. CHIEFFI, sub art. 2529, in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI), *Società cooperative* (a cura di G. PRESTI), Milano, 2006, p. 259; M. MAUGERI - G. STRAMPELLI, *Sull'invalidità di operazioni di finanziamento strumentali all'acquisto di azioni della banca finanziatrice*, in *Riv. Dir. comm.*, n. 2, 2018, pp. 189 ss.; V. ANTONINI, *op. cit.*, 612 ss.; Trib. Venezia, 29 aprile 2016, cit.; *contra*: A. BASSI, *Delle imprese cooperative e delle mutue assicuratrici*, in *Commentario al codice civile* (diretto da P. SCHLESINGER), Milano, 1988, p. 552; L. PAOLUCCI, *Codice delle cooperative*, Torino, 2005, p. 86; M. LEMBO, *Riflessioni sulle "operazioni bacciate" ed evoluzione della giurisprudenza*, in *Soc.*, 2022, pp. 1045 ss. In giurisprudenza, a favore dell'applicabilità alle banche popolari del divieto di accettare azioni proprie in garanzia Trib. Milano, 12 maggio 1997, in *Giur. it.*, 1998, I, p. 1666 (prima dell'abrogazione del co. 5 dell'art. 34 T.U.B.), con nota adesiva di S. SANZO, *Brevi note sull'efficacia preclusiva del decreto di esecutività dello stato passivo fallimentare e sulla estensione, alle cooperative bancarie, del divieto di pegno su azioni proprie*; Trib. Milano, 6 dicembre 2001, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 5, 2003, II, p. 616 (dopo l'abrogazione del co. 5 dell'art. 34 T.U.B.), con nota di M. CENTONZE, *Fallimento del socio e sistemi statutari di autotutela del credito della società verso il fallito*, *ivi*, pp. 620 ss., ove ulteriori argomenti a favore dell'applicabilità dell'art. 2358 c.c. alle banche popolari; App. Milano, 14 marzo 2005, in *Banca, borsa, tit. cred.*, n. 2, 2007, pp. 57 ss., con nota di V. MARZOLI; di recente, Trib. Venezia, 15 giugno 2016, in *Banca, borsa, tit. cred.*, n. 2, 2017, p. 601; Trib. Venezia, 23 luglio 2019, in *Giur. comm.*, 2021, II, p. 636; Trib. Venezia, 29 luglio 2019, cit.; Trib. Treviso, 4 maggio 2020, cit.; Trib. Udine, 8 gennaio 2020, in *Banca, borsa, tit. cred.*, n. 3, 2022, II, p. 411, con nota di G. PANCIOLI, *L'assistenza finanziaria nelle banche popolari: la mutualità come strumento di tutela degli investitori*; Trib. Padova, 16 luglio 2020, cit.; Trib. Treviso, 13 gennaio 2021, cit.; *contra*, ma in un *obiter dictum* immotivato, Cass. 8 maggio 2015, n. 9404, in *banche dati Foro it.*

2.1 L'applicabilità dell'art. 2358 c.c. alle cooperative

Oltre al menzionato rinvio generale di cui all'art. 2519 c.c., si deve citare l'art. 2525, comma 5, c.c., il quale elenca una serie di disposizioni, in materia di disciplina azionaria, applicabili alle cooperative, senza includere espressamente l'art. 2358 c.c. Infine, la presenza di una specifica disposizione (art. 2529 c.c., che, con la riforma del diritto societario, ha sostituito l'art. 2522 c.c., dal tenore sostanzialmente analogo) in materia di azioni proprie lascia aperto l'interrogativo in relazione all'assoggettabilità alle regole previste per gli altri aspetti, relativi alla disciplina delle proprie azioni, non oggetto di specifiche previsioni in ambito cooperativo (artt. 2357-*ter*, 2357-*quater*, 2358 c.c.¹⁸¹).

In presenza di un dato normativo non inequivoco, l'orientamento prevalente perviene ad una risposta affermativa, ritenendo che gli interessi tutelati dalla disposizione in esame siano meritevoli di tutela anche nelle società cooperative.

Centrale, in particolare, è ritenuta anche nelle società cooperative la tutela del capitale, nell'interesse della società, dei soci, dei creditori, che non sarebbe alterata dalla presenza dello scopo mutualistico¹⁸². L'esigenza di tutela dell'integrità del capitale sociale si pone per le società cooperative in modo analogo alle società per azioni, nell'ottica di tutela del capitale e del patrimonio sociale propria di tutti i tipi societari a responsabilità limitata¹⁸³. Neppure sembra che su tale conclusione possa incidere la variabilità del capitale, condizione che non implica la sottrazione alle regole comuni di gestione e disciplina dettate nell'ordinamento a tutela dell'integrità del patrimonio sociale¹⁸⁴.

Il collegamento tra variabilità del capitale e mutualità, tra elemento strutturale (il capitale variabile) ed elemento funzionale (lo scopo mutualistico) rappresenta un importante elemento tipologico della cooperativa¹⁸⁵; e tuttavia occorre tener conto del duplice sistema esistente in materia di capitale sociale: ai sensi dell'art. 2524 c.c. non è previsto un ammontare minimo prestabilito; ma la variabilità è collegata all'ammissione di nuovi soci, ex art. 2528 c.c., senza che ciò comporti una modificazione dell'atto costitutivo; mentre la società può deliberare un aumento del capitale sociale a pagamento, con modifica dell'atto costitutivo. E la variabilità, nelle due diverse accezioni, è collegata ad un diverso ordine di competenze: quando il capitale svolge la sua funzione di strumento dello scopo mutualistico, essa è intesa nel senso di accesso

181 A favore dell'applicabilità di queste norme alle cooperative A. DOLMETTA, *op. cit.*, pp. 899 ss., osservando inoltre che "per nessuna di queste norme (...) pare ravvisabile il dubbio di una eventuale non compatibilità con i principi cardine della struttura cooperativa".

182 Per Trib. Venezia, 29 luglio 2019, cit., chiaro elemento di emersione di tale principio sarebbe la disciplina del socio moroso di cui all'art. 2531 c.c.

183 M. CASTELLANO, *Il capitale sociale nelle società cooperative*, in A. BASSI - S. FORTUNATO (a cura di), *Mutualità e capitale nelle cooperative*, Milano, 2017, pp. 112, ss., sottolineando come «lo scopo lucrativo è del tutto neutro rispetto alla disciplina del capitale, posto che l'antecedente di siffatta disciplina è l'agire economico in quanto tale». M. MAUGERI - G. STRAMPELLI, *op. cit.*, p. 193, richiamando Cass. 24 novembre 2006, n. 25005, cit.

184 M. DI RIENZO, *Principi e regole di patrimonializzazione delle società cooperative*, in *Mutualità e capitale nelle cooperative*, cit., pp. 20 ss.

185 Ne costituirebbe il profilo tipologico essenziale per U. BELVISO, *Scopo mutualistico e capitale variabile nelle società cooperative*, Milano, 2012.

alla prestazione del servizio mutualistico, reso dalla cooperativa per i soci (principio della porta aperta), ed è rimessa alla valutazione (e alla deliberazione) degli amministratori; quando il capitale diventa strumento di patrimonializzazione l'investimento si intende "variabile" in senso classico, richiamandosi le regole delle società lucrative, con la relativa competenza assembleare¹⁸⁶.

Alla luce di questo quadro di disciplina si è tentata di fondare¹⁸⁷ la compatibilità con la struttura cooperativa della previsione di una delibera assembleare, ex art. 2358 c.c., facendo riferimento alla circostanza che, mentre in genere spetta agli amministratori la decisione in ordine all'ammissione di nuovi soci, ciò non avviene in caso di collocamento di azioni presso soggetti che già sono soci, e cioè in caso di deliberazioni di aumento di capitale con modificazione dell'atto costitutivo adottate ex art. 2524, terzo comma, c.c. In realtà la disciplina di cui all'art. 2358 c.c. – che comunque non discrimina affatto la posizione del soggetto finanziato in relazione alla sua precedente appartenenza o meno alla compagine sociale, profilo che resta irrilevante – prevede la necessità di una deliberazione assembleare in quanto relativa ad operazioni intrinsecamente volte a privilegiare la posizione di alcuni soci (attuali o futuri) rispetto ad altri, destinando risorse della società al finanziamento di acquisti di partecipazioni; appare dunque perfettamente coerente, anche nelle società cooperative, che sia rimessa all'assemblea la decisione sul punto, alla luce delle complete informazioni che devono essere fornite sull'operazione ai sensi dei commi 3 e 5¹⁸⁸.

Proprio con riguardo a tale profilo, recentemente, attenta dottrina¹⁸⁹ ha sottoposto a revisione critica l'approdo dell'opinione maggioritaria, che propende per l'applicazione integrale alle cooperative del disposto dell'art. 2358 c.c. Se la disciplina è posta non solo a presidio dell'integrità del capitale sociale ma anche della corretta formazione degli assetti proprietari, occorre indagare alla luce della *ratio* della disposizione anche il regime delle esenzioni che il legislatore ha introdotto al divieto: da un lato la prima deroga, introdotta nei confronti dei dipendenti, è espressione del tradizionale *favor* per l'azionariato dei lavoratori; dall'altro, la deroga successivamente introdotta è volta a favorire l'ingresso nella compagine sociale di determinati soggetti, quando sussistano fondate e obiettive ragioni imprenditoriali che la giustifichino. Si tratta, quindi, di circostanze «chiaramente orientate a permettere la formazione di nuovi centri di potere nella società (dei dipendenti o di soggetti diversi), sicché è ragionevole ritenere che esse siano state predisposte, specificamente, per i contesti nei quali il peso partecipativo dei soci è misurato con criteri plutocratici»¹⁹⁰; di conseguenza, vigendo nelle cooperative il principio del voto capitario, l'impiego di risorse

186 In questi termini S. FORTUNATO, *Patrimonio, capitale sociale e mutualità (a margine del saggio di Umberto Belviso)*, in *Mutualità e capitale nelle cooperative*, cit., p. 17.

187 Trib. Venezia, 29 luglio 2019, cit.

188 Sottolineano, per negare l'applicazione analogica dell'art. 2529 c.c., laddove non richiede l'autorizzazione assembleare per l'acquisto di azioni proprie (sostenuta da S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., pp. 114 ss., e cui aderisce V. ANTONINI, *op. cit.*, pp. 615 s.), come la prestazione di assistenza finanziaria sia operazione che "a differenza dell'acquisto di azioni proprie, non risponde al principio di parità di trattamento dei soci ma, anzi, è (strutturalmente) diretta a favorire alcuni soci o terzi rispetto ad altri membri della compagine sociale" M. MAUGERI -G. STRAMPELLI, *op. cit.*, p. 196.

189 G. B. PORTALE - A. CETRA, *L'assistenza finanziaria nelle cooperative*, cit., pp. 150 ss. in part. pp. 155 ss.

190 Così G. B. PORTALE - A. CETRA, *L'assistenza finanziaria nelle cooperative*, cit., p. 156.

societarie per rafforzare la posizione di soci o per favorire l'ingresso di determinati soggetti non potrebbe giustificarsi né sul piano dell'accesso degli stessi alle prestazioni mutualistiche, né su quello della ridefinizione degli assetti partecipativi interni¹⁹¹. In tale prospettiva, l'art. 2358 c.c. risulta applicabile alle cooperative solo per quanto concerne il divieto di cui al primo comma, non essendo concepibile il fenomeno dell'assistenza finanziaria in contesti mutualistici, caratterizzati dal voto capitario.

2.2 ... e alle cooperative bancarie

L'appartenenza di una cooperativa al settore bancario fornisce ulteriori elementi a sostegno dell'applicabilità dell'art. 2358 c.c. Non solo per ragioni di ordine testuale (l'art. 150-*bis*, del TUB, nel prevedere le disposizioni codicistiche non applicabili alle banche cooperative non menziona l'art. 2358 c.c.) e storico (il TUB abroga il d.lgs. 10 febbraio 1948, n. 105, *Disposizioni sull'ordinamento delle Banche popolari*, che all'art. 9 consentiva, entro certi limiti, di "accordare anticipazioni ai soci sulle proprie azioni"), ma soprattutto per la peculiare natura di tali soggetti.

Le banche popolari sono sempre state caratterizzate da uno statuto in larga parte derogatorio rispetto alla disciplina propria delle società cooperative¹⁹², così come rilevanti sono le problematiche derivanti dalla conciliazione dello scopo mutualistico con l'attività svolta¹⁹³.

Si è infatti osservato come non appaia facile neppure individuare con esattezza il contenuto della funzione mutualistica nell'ambito delle banche popolari, e come la disciplina degli utili di cui all'art. 32 T.U.B. consenta l'attribuzione ai soci di tutti gli utili realizzati¹⁹⁴.

191 In una prospettiva opposta si ritiene invece che nelle cooperative l'interesse imprenditoriale di cui all'art. 2358, comma 3, c.c. possa considerarsi «*in re ipsa* proprio per lo scopo mutualistico che caratterizza questo tipo di società», in quanto «strutturalmente idoneo a giustificare l'impiego di capitale sociale per favorire la partecipazione dei soci al rapporto sociale attraverso l'assistenza finanziaria, facilitandone l'ingresso nella compagine sociale o rendendo più agevole la dismissione e la circolazione delle loro partecipazioni» (S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., rispettivamente pp. 117 e 116; nello stesso senso G. PANCIOLI, *op. cit.*, pp. 418 ss.).

192 L'inadeguatezza della struttura cooperativa a rispondere alle esigenze proprie dell'attività bancaria risulta essere una delle ragioni ispiratrici della controversa riforma di cui al d. l. 24 gennaio 2015, n. 3, conv. con l. 24 marzo 2015, n. 33. In argomento, tra molti, R. COSTI, *Verso un'evoluzione capitalistica delle banche popolari?*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 5, 2015, I, pp. 575 ss.

193 Sul punto, ampiamente, R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007, pp. 387 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Banche popolari. Metamorfosi di un modello*, Bari, 2001; P. MARANO, sub art. 28, in F. BELLÌ - G. CONTENUTO - A. PATRONI GRIFFI - M. PORZIO - V. SANTORO (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Bologna, 2003, pp. 432 ss.; L. SALAMONE, *Le banche popolari ovvero: la mutualità che visse due volte*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 5, 2004, I, pp. 594 ss.; M. RESCIGNO, *Il nuovo volto delle banche popolari*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 3, 1994, I, pp. 308 ss.; G. MARASÀ, *Le banche cooperative*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 5, 1998, I, pp. 529 ss.; N. SALANITRO, *Profili normativi delle Banche cooperative*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 3, 1994, I, pp. 273 ss.; D.U. SANTOSUOSSO, *Le due anime e le diverse identità delle banche popolari nell'universo della cooperazione*, in *Giur. comm.*, n. 3, 1997, I, pp. 434 ss.; L. SCHIUMA, *Le banche popolari e l'organizzazione "cooperativa" della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, n. 2, 1996, pp. 325 ss.

194 R. COSTI, *op. ult. cit.*, pp. 400 ss., che ritiene che le banche popolari debbano perseguire "una funzione mutualistica, nei limiti dell'interesse sociale e della disciplina dell'attività, ma possono anche perseguire, compatibilmente con quest'ultima, la massimizzazione dell'utile da distribuire ai soci".

D'altro canto, appaiono senz'altro preminenti le esigenze derivanti dal rispetto dei vincoli patrimoniali prudenziali, quali la dotazione di un ammontare minimo di capitale (per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria le banche popolari devono avere un ammontare minimo di capitale di almeno 10 milioni di euro) e il rispetto dei limiti relativi al patrimonio di vigilanza e ai coefficienti di adeguatezza patrimoniale¹⁹⁵.

Si rinvia, sul punto, a quanto già osservato¹⁹⁶ in relazione al rispetto dei requisiti prudenziali di cui al Regolamento (UE) n. 575/2013, modificato dal Regolamento (UE) 2019/876, in ragione dei quali le azioni per le quali è stata prestata assistenza finanziaria non possono essere considerate strumenti del capitale primario di classe 1 (art. 28, lett. b).

La Banca d'Italia, nell'ambito dell'esercizio delle proprie funzioni di vigilanza, ha avuto modo di rilevare (e di censurare) come, a fronte di finanziamenti erogati ai sottoscrittori di proprie azioni, non solo non fosse stata data alcuna comunicazione alla Vigilanza, ma che l'ammontare di capitale raccolto secondo tali modalità non fosse stato dedotto dal patrimonio di vigilanza (condizione verificata anche per gli acquisti di azioni proprie effettuate illegittimamente)¹⁹⁷. Sul punto si è inoltre presa netta posizione sull'applicazione integrale della disciplina di cui all'art. 2358 c.c., affermando come «i finanziamenti che possono essere accordati da una banca a un cliente in coincidenza con l'acquisto da parte sua di azioni della banca stessa sono legittimi se autorizzati dall'assemblea straordinaria (nel rispetto delle condizioni poste dall'art. 2358 cod. civ.)»¹⁹⁸.

Nella motivazione di alcune ordinanze cautelari¹⁹⁹ è stato considerato dirimente il fatto che, sulla base di quanto ritenuto dalla Banca Centrale Europea²⁰⁰ a seguito di accertamenti ispettivi²⁰¹, fosse stata la stessa banca a ritenersi (successivamente al compimento delle operazioni) assoggettata al disposto di cui all'art. 2358

195 Sottolineano la necessità di applicare la disciplina in esame con maggior rigore alle cooperative di credito (con argomentazioni ancora spendibili, seppure espresse con riferimento ad un quadro normativo non più in vigore) G.B. PORTALE-A. DOLMETTA, *op. cit.*, pp. 709 ss.

196 In questo Capitolo, par. 1.3.

197 Chiarimenti sulla Banca Popolare di Vicenza, 27 ottobre 2015, cit., ove si chiarisce come «le azioni acquistate grazie a un finanziamento della stessa banca emittente non possono essere conteggiate nel patrimonio di vigilanza. Così stabiliscono specifiche regole prudenziali. La ragione è evidente: il patrimonio è considerato da quelle regole come il primo cuscinetto di sicurezza per assorbire eventuali perdite; esso deve essere quindi costituito da risorse vere, non a elevato rischio di essere vanificate da un finanziamento non restituito».

198 Posizione confermata nella Nota tecnica trasmessa dalla Banca d'Italia alla Commissione d'inchiesta del Consiglio Regionale del Veneto, cit.: «civilisticamente, i finanziamenti eventualmente accordati da una banca a un cliente in coincidenza con l'acquisto da parte di quest'ultimo di azioni della banca stessa sono legittimi alle condizioni di cui all'art. 2358 del codice civile».

199 Trib. Venezia, 15 giugno 2016, cit.; Trib. Venezia, 29 aprile 2016, cit.

200 L'intervento della BCE deriva dall'operatività, dal novembre 2014, del meccanismo di vigilanza unico (MVU o *Single Supervisory Mechanism*, SSM), che costituisce il primo pilastro dell'Unione bancaria, ai sensi del quale la vigilanza sulle banche cosiddette significative è esercitata direttamente dalla BCE.

201 La vicenda riguardava la Banca Popolare di Vicenza: nelle Relazione del consiglio di amministrazione sulla gestione relativa al bilancio 2015 si fa espresso riferimento agli esiti «della verifica ispettiva condotta dalla BCE nel periodo febbraio-luglio 2015 e dei successivi approfondimenti condotti dal nuovo management su incarico del Consiglio di Amministrazione, che hanno fatto emergere operazioni di finanziamento "correlate" all'acquisto di azioni della Banca», a seguito del quale si dà conto di aver avviato un profondo rinnovamento della struttura manageriale della banca.

c.c.²⁰²: circostanza desumibile sia dall'iscrizione, nel bilancio consolidato al 30 giugno 2015, di un'apposita riserva indisponibile, ex art. 2358, comma 6, c.c., in relazione all'importo complessivo dei finanziamenti erogati dalla banca stessa (successivamente alle operazioni contestate), sia dall'assoggettamento al procedimento di cui all'art. 2358 c.c. per un'operazione di aumento di capitale in cui era prevista la possibilità, per i nuovi soci, di accedere ad un finanziamento per il pagamento del prezzo di sottoscrizione delle azioni.

202 Ritieni che il ragionamento operato sia apodittico, in quanto «pone in premessa ciò che dovrebbe dimostrare» (assimilando «il giudizio di compatibilità ad una sorta di prova di resistenza, come a dire che, se fosse stato incompatibile l'art. 2358 c.c. alle cooperative, la Banca non avrebbe potuto applicarlo»), V. CUSUMANO, *op. cit.*, 1656.

L'assistenza finanziaria nella disciplina dei servizi di investimento e nella concorrenza

(T.N. Poli)

CAPITOLO QUARTO

1 L'assistenza finanziaria oltre il diritto societario

Come si è ampiamente descritto, l'assistenza finanziaria, prima totalmente vietata, è attualmente ammessa nell'ordinamento italiano purché rispetti le condizioni e i limiti quantitativi stabiliti dal Codice civile, che intendono sia salvaguardare l'integrità del patrimonio sociale sia evitare l'alterazione degli equilibri di potere da parte dell'organo amministrativo.

Tuttavia, le operazioni *de quibus* non sono assoggettate soltanto ad una regolamentazione *ad hoc* di diritto societario ma anche alla disciplina di settore di ordinamenti sezionali, ovvero a quella bancaria e finanziaria, nonché a quella di tutela della concorrenza e di protezione del consumatore²⁰³. Specularmente, sul piano sanzionatorio, le operazioni bacciate hanno una consistente importanza non solo in ambito giudiziario, ove sono stati adottati orientamenti ondivaghi da parte dei giudici di merito²⁰⁴, ma hanno acquisito un progressivo rilievo per Banca d'Italia, Consob e Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), con la predisposizione di una tutela diffusa e convergente nei confronti dell'investitore²⁰⁵. La protezione codicistica degli interessi della società, dei singoli soci e dei creditori sociali²⁰⁶ ha visto affiancarsi quella delle

203 Per un'analisi di profili generali e speciali del regime di assistenza finanziaria si rinvia a G. CESARI – G.M. FUMAROLA, *op. cit.*, pp. 625 ss., e L. CIPRIANI, *Operazioni bacciate: i percorsi della giurisprudenza relativa alle banche «venete» in liquidazione*, in *Riv. dir. banc. (rivista.dirittobancario.it)*, n. 1, 2022, II, pp. 27 ss.

204 Ciò è dovuto alla mancata regolamentazione delle conseguenze civilistiche della violazione della disposizione dell'art. 2358 c.c. Rinviano più diffusamente *infra* (Cap. V), sin d'ora può essere comunque segnalato un orientamento prevalente a favore della nullità sia del contratto di finanziamento sia del contratto di acquisto o di sottoscrizione delle azioni proprie per l'esistenza di un collegamento negoziale sulla base di argomenti fattuali (contiguità temporale tra l'apertura dei conti con concessione di elasticità di cassa e permanenza di questa elasticità di cassa e la sottoscrizione o gli acquisti delle azioni nel tempo).

205 Invero, la proliferazione di queste forme di tutela è stata spiegata con la progressiva declinazione della figura generale del consumatore, nell'ambito della quale può essere collocato l'investitore (*rectius*, risparmiatore), in quanto destinatario finale di un prodotto standardizzato seppure finanziario. In questi termini cfr. Consiglio di Stato, Sez. I, parere del 3 dicembre 2008, n. 3999, sul quale v. *infra* (Cap. VI). Questo processo di assimilazione prende avvio dallo sviluppo dell'integrazione europea che produce i suoi effetti sull'interpretazione del principio costituzionale della tutela del risparmio (art. 47 Cost.) che, avente inizialmente una declinazione oggettiva con l'obiettivo di garantire la stabilità del valore della moneta e limitare i processi inflattivi sul valore dei risparmi, ha assunto poi una qualificazione privatistica per la previsione di misure volte alla protezione del risparmiatore/investitore mediante l'introduzione di una serie di regole di comportamento e prudenziali a carico di intermediari bancari e finanziari e a tutela dei risparmiatori/investitori. Cfr. F. ZATTI, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in *Forum di Quad. cost.*, 2010, *passim*. Per una critica all'assimilazione del risparmiatore *retail* nella figura del consumatore C. PAGLIARIN, *Le radici costituzionali della tutela del risparmio*, in *Banca imp. soc.*, n. 1, 2021, 43-44, che ha evidenziato l'insufficienza di una regolazione eminentemente soggettiva del risparmio per evitare sia le crisi finanziarie internazionali sia gli scandali finanziari nazionali come le vicende delle banche venete.

206 Sugli interessi che la normativa codicistica intende tutelare si rinvia a V. SALAFIA, *L'art. 2358 c.c. dopo il D.lgs. 4 agosto 2008, n. 142*, in *Soc.*, n. 1, 2014, pp. 24 ss.; S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione*

autorità indipendenti per i rispettivi ambiti di competenza: la Banca d'Italia per la garanzia della stabilità bancaria e il contenimento del rischio, la Consob per la salvaguardia della trasparenza dei mercati e della correttezza dei comportamenti e l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato per la tutela della concorrenza e la protezione del consumatore.

Invero, gli interventi delle autorità amministrative indipendenti concernono una vasta gamma di operazioni commerciali complesse che coniugano prodotti e servizi diversi e che intercettano settori differenti. Si tratta di prodotti e servizi offerti in abbinamento ad altri servizi, come i finanziamenti abbinati ad una polizza assicurativa o i mutui abbinati all'apertura di un conto corrente. A questi si aggiungono le offerte di acquisto o sottoscrizione delle azioni proprie in abbinamento alla concessione di finanziamenti²⁰⁷ che, quando superano il giudizio di validità, non eliminano però uno scrutinio di legittimità ove le medesime pratiche commerciali ledano altri interessi e intercettino in concreto ambiti presidiati dalla normativa finanziaria e consumeristica. Pertanto, alle condizioni di validità delle operazioni, la disciplina codicistica e quella finanziaria e consumeristica aggiungono generali obblighi di diligenza e di informazione, rispettivamente nei confronti di soci e creditori sociali e nei confronti degli investitori²⁰⁸. Con la conseguenza che la violazione di queste regole di comportamento non potrà determinare la nullità dell'operazione ma potrà rilevare sul piano della responsabilità, per gli amministratori verso la società e i creditori sociali e per gli intermediari finanziari verso gli investitori, e potrà dare luogo, in presenza dei presupposti legali, all'annullabilità, alla risoluzione o alla rescissione dei contratti finanziari, non necessariamente stipulati in esecuzione di delibere assembleari annullabili²⁰⁹.

delle proprie azioni, cit., pp. 39-66; I. DEMURO, *op. cit.*, pp. 229 ss.; C. CINCOTTI, *Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria*, cit., pp. 1106 ss.; A. ALBANESE, *Azioni o quote proprie e divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.*, cit., pp. 555 ss.

207 I finanziamenti abbinati ad una polizza assicurativa erogati dallo stesso soggetto finanziatore sono stati oggetto di interventi sanzionatori dell'Antitrust e delle Autorità di settore, in quanto l'erogazione dei finanziamenti o le condizioni del finanziamento sono state condizionate alla stipulazione di una polizza assicurativa. Si veda AGCM, PS11198 – Compass – Polizze abbinata, Provvedimento del 27 novembre 2019, n. 28011, in *Boll.*, n. 52, 2019, che ha vietato e sanzionato la pratica di abbinamento di concessioni di finanziamenti a polizze assicurative, il cui premio assicurativo da pagarsi in anticipo era incluso nel finanziamento. Si rinvia in dottrina per una ricostruzione della fattispecie ai contributi di A. ARGENTATI, *Polizze assicurative abbinata al credito e tutela del cliente: analisi critica dei più recenti sviluppi normativi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 3, 2018, pp. 271 ss.; A. CAMEDDA, *I contratti di assicurazione collegati a mutui e finanziamenti. L'obbligo di rimborso del premio assicurativo in caso di estinzione anticipata del finanziamento*, in *Riv. dir. banc. (rivista.dirittobancario.it)*, n. 2, 2018, I, pp. 413 ss.; A. TINA, *Polizze formalmente facoltative ma sostanzialmente obbligatorie*, in *Riv. dir. banc. (rivista.dirittobancario.it)*, n. 1, 2022, I, pp. 19 ss. È stata recentemente sanzionata dall'AGCM anche la pratica di abbinamento forzoso di un mutuo all'apertura di un conto corrente presso la stessa banca. Cfr. AGCM, PS12164 – Extranbanca – Abbinamento Mutuo con contocorrente, Provvedimento dell'11 luglio 2022, n. 30210.

208 Per quanto riguarda la disciplina codicistica, acquisiscono consistenza sul piano della ragionevolezza e determinano unicamente l'annullabilità della deliberazione assembleare e l'eventuale responsabilità degli amministratori l'eventuale irragionevolezza, arbitrarietà o incongruità dell'iter logico seguito dall'organo amministrativo per motivare le conclusioni sulla sostenibilità finanziaria dell'operazione. Cfr. S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, cit., pp. 120-122. Con riferimento alla normativa in materia di intermediazione finanziaria assumono rilievo le violazioni degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza previsti nei confronti degli investitori; mentre, con riguardo alla normativa in materia consumeristica rilevano i comportamenti del professionista assimilabili alle cc.dd. "pratiche commerciali scorrette", idonee a falsare il comportamento economico dell'operatore.

209 M. MAUGERI, *Pratiche commerciali scorrette e annullabilità: la posizione dell'Arbitro per le controversie finanziarie*, in *Nuova giur. civ. comm.*, n. 11, 2017, pp. 1516 ss., ma anche M. MAUGERI – G. STRAMPELLI, *Sull'invalidità di operazioni di*

2 Assistenza finanziaria e sistemi alternativi di risoluzione delle controversie

La cognizione delle *authorities* sulla correttezza delle vicende negoziali *de quibus* può riguardare molteplici aspetti: la Consob si occupa degli aspetti legati alla violazione della disciplina dei servizi d'investimento, mentre l'Antitrust, dal canto suo, si occupa degli aspetti inerenti alle pratiche commerciali scorrette. A protezione più immediata degli investitori *retail* vi è altresì la cognizione dell'ACF, che – come recita l'articolo 4, comma 1-*bis*, del Regolamento concernente l'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF), adottato con delibera n. 19602 del 4 maggio 2016 e modificato con delibera n. 21867 del 26 maggio 2021 – «*conosce di ogni domanda*» nelle controversie relative alla violazione degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza nella prestazione dei servizi di investimento da parte degli intermediari finanziari. Potendo l'Arbitro altresì «*conoscere, ancorché in via incidentale e ove necessario ai fini di decidere sulle richieste di natura restitutoria, anche le domande di annullamento, risoluzione e rescissione del contratto, nonché ogni altra azione di impugnativa negoziale*»²¹⁰.

A quest'ultimo proposito, l'Arbitro ha precisato la propria cognizione che non riguarda l'accertamento della violazione dell'art. 2358 c.c., ovvero la posizione dell'intermediario in qualità di emittente. Per tale motivo, l'investitore non può domandare una pronuncia dichiarativa della nullità del contratto di finanziamento per violazione della suddetta norma, ma può proporre una domanda di risarcimento dei danni conseguenti all'inadempimento degli obblighi inerenti alla prestazione del servizio di investimento²¹¹ e, altresì, domande restitutorie, mediante accertamento incidentale di una causa di annullabilità o di risoluzione del contratto²¹².

finanziamento strumentali all'acquisto di azioni alla banca finanziatrice, cit., pp. 210 ss., i quali rilevano che la violazione delle regole di comportamento, in presenza del rispetto delle condizioni e dei limiti quantitativi imposti dall'art. 2358 c.c., può dare luogo all'annullabilità del contratto di investimento e di finanziamento, su cui v. *infra*.

210 ACF, decisione del 15 aprile 2021, n. 3619; ACF, decisione del 18 maggio 2018, n. 451; ACF, decisione del 16 novembre 2017, n. 111. Sul ruolo dell'ACF nella tutela degli investitori nei recenti casi di crisi bancarie coinvolgenti le operazioni di assistenza finanziaria si vedano le notazioni di N. MICHELI, *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali*, in *Merc. conc. reg.*, n. 3, 2018, pp. 580-585.

211 ACF, decisione del 30 marzo 2021, n. 2402.

212 ACF, decisione del 30 maggio 2018, n. 488. In dottrina, in generale, sulla competenza incidentale dell'ACF a conoscere un vizio contrattuale o un vizio funzionale, da cui consegue rispettivamente l'annullabilità o la risoluzione del contratto di investimento si veda G. GUIZZI, *Un anno di ACF tra risultati raggiunti e qualche incognita*, in *Corr. giur.*, n. 1, 2018, pp. 7-8. Secondo l'A. l'art. 4, comma 1, del Regolamento adottato con la delibera n. 19602 del 4 maggio 2016 definisce una competenza per materia dell'ACF riguardante la prestazione dei servizi di investimento, i cui limiti sono definiti dalla *causa petendi* e non dal *petitum*, da cui desume che «il ricorrente può formulare, in ossequio al principio di atipicità ed effettività della tutela, la domanda che ritiene meglio facente a soddisfare il suo interesse». Tantomeno, secondo l'A., possono essere d'ostacolo a questa conclusione i riferimenti di cui ai commi 2 e 3 dell'art. 4 del Regolamento che non mirano a specificare l'ambito delle competenze dell'Arbitro ma hanno un significato puramente esemplificativo delle domande più frequenti e usuali. Nel medesimo senso si veda anche N. SOLDATI, *L'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF) tra ruolo di regolazione del mercato finanziario e di conformazione degli intermediari*, in *Contr. impr.*, n. 2, 2022, pp. 466-467. Questo orientamento è stato avallato dalla successiva modifica del Regolamento ACF, con delibera n. 21867 del 26 maggio 2021. È stato introdotto infatti il comma 1-*bis* dell'art. 4, ove si stabilisce che «l'Arbitro conosce di ogni domanda rientrante nell'ambito delle controversie su cui ha competenza. L'Arbitro può conoscere, ancorché in via incidentale e ove necessario ai fini di decidere sulle richieste di natura restitutoria, anche le domande di annullamento, risoluzione e rescissione del contratto, nonché ogni altra azione di impugnativa negoziale».

Al riguardo, da subito le decisioni dell'ACF su operazioni di assistenza finanziaria collegate a contratti di investimento hanno specificato il perimetro di giudizio dell'Arbitro per le controversie finanziarie *in subjecta materia*. Secondo l'Arbitro, infatti, il giudizio può riguardare anche il contratto di finanziamento qualora si accerti che lo stesso integri un servizio d'investimento accessorio²¹³ essendo strumentale proprio all'acquisto di azioni e laddove la *causa petendi* prospettata dal ricorrente ricomprenda censure sull'osservanza da parte dell'intermediario degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza, previsti nei confronti degli investitori anche nella concessione del finanziamento stesso, essendo un servizio ricompreso nell'esercizio delle attività disciplinate nella parte II del TUF²¹⁴.

A precisazione di questa conclusione, più recentemente, l'ACF ha circoscritto la sua cognizione sul contratto di finanziamento e ne ha attribuito la competenza esclusiva all'Arbitro Bancario Finanziario (ABF), qualora la domanda dell'investitore sia rivolta unicamente a "sterilizzare" gli effetti del contratto di finanziamento e non anche quelli del contratto di investimento, pure in presenza di un collegamento negoziale tra finanziamento e investimento²¹⁵, oppure qualora il finanziamento non sia collegato all'investimento²¹⁶. Solo in ordine a quest'ultimo sorge infatti la competenza del Collegio dell'ACF²¹⁷.

3 La violazione delle regole in materia di intermediazione finanziaria

L'applicazione della disciplina in materia di intermediazione finanziaria sorge quando i finanziamenti sono abbinati a servizi o prodotti che implicano l'esercizio di attività di prestazione di investimento da parte degli intermediari. Si è accertato in tale ambito che la strategia dei vertici di istituti bancari di promozione di finanziamenti abbinati è talvolta abbinata alla sottoscrizione e alla vendita di azioni proprie²¹⁸.

3.1 Sulla qualificazione dell'offerta di prodotti abbinati di servizi di investimento

Questa modalità operativa di offerta di azioni o di obbligazioni convertibili²¹⁹ è idonea a configurare una offerta al pubblico di prodotti finanziari di cui all'art. 1,

213 Art. 1, comma 6, lett. c), TUF (ora Sezione B n. 2 dell'Allegato I).

214 ACF, decisione del 18 maggio 2018, n. 451; ACF, decisione del 30 agosto 2018, n. 809.

215 ACF, decisione del 15 aprile 2021, n. 3619; ACF, decisione del 30 marzo 2020, n. 2400.

216 ACF, decisione del 30 marzo 2020, n. 2402.

217 Invero, i ricorsi proposti davanti all'Arbitro Bancario Finanziario sono stati dichiarati inammissibili per incompetenza del Collegio in quanto i relativi oggetti riguardavano i servizi e le attività di investimento e non il finanziamento, che avrebbe ragionevolmente determinato, in caso di accoglimento della domanda, l'immediato effetto restitutorio del capitale e degli interessi.

218 CONSOB, Veneto Banca S.p.A., delibera del 10 maggio 2018, n. 20431.

219 Per alcuni riferimenti sulla questione v. *supra*, nota n. 88.

comma 1, lett. t), TUF, in presenza dei caratteri tipici dell'offerta al pubblico: la standardizzazione delle condizioni contrattuali e l'impossibilità degli oblati di pattuire condizioni diverse da quelle originariamente pattuite²²⁰. Comporta pertanto l'obbligo della pubblicazione del prospetto informativo, del quale deve essere fornita preventiva comunicazione alla Consob. Al riguardo sono state accertate violazioni dalla Consob, che ha irrogato sanzioni a carico degli esponenti degli istituti bancari per mancato rispetto dell'art. 94, comma 1, TUF, in quanto tale attività è stata «realizzata su base continuativa, nell'ambito di quella che, dalle dichiarazioni dei Direttori Territoriali acquisite dagli atti, sarebbe risultata essere una vera e propria iniziativa 'promozionale' coordinata, finalizzata a sollecitare i clienti ad acquistare/sottoscrivere i detti titoli azionari facendo configurare le vendite/sottoscrizioni di azioni come operazioni effettuate dietro iniziativa dei clienti stessi»²²¹.

In sostanza, l'offerta di un prodotto abbinato come il mutuo soci, che comporta la sottoscrizione o l'acquisto di azioni o obbligazioni convertibili dell'intermediario/emittente, determina altresì l'applicazione della disciplina in materia di intermediazione finanziaria, la cui offerta non soltanto deve essere assistita dal prospetto ma deve essere presentata con un corretto e adeguato adempimento degli obblighi informativi in esso contenuti. In merito, sono state rilevate altre violazioni sanzionate dalla Consob che hanno riguardato il contenuto delle informazioni omesse nel prospetto informativo, riguardanti la concessione di finanziamenti strumentali alla sottoscrizione e all'acquisto delle azioni della Banca, che non hanno consentito all'investitore di formare «un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti» (art. 94, comma 2, TUF)²²².

È stato accertato, altresì, che queste pratiche di finanziamento bacciate abbiano contribuito a creare un mercato liquido delle azioni delle banche coinvolte che sarebbe, di per sé, illegittimo poiché non giustificato da alcun obiettivo imprenditoriale, con un'ulteriore incidenza sul mercato della domanda e dell'offerta e sulle decisioni di investimento della clientela, non consapevole dell'effettiva consistenza del capitale sociale per via di operazioni meramente fittizie²²³.

3.2 Sulla violazione del dovere di diligenza, correttezza e trasparenza

Oltre all'applicazione delle regole previste in materia di offerta al pubblico di prodotti finanziari, l'intermediario finanziario che offre prodotti abbinati a servizi di investimento deve necessariamente comportarsi in conformità alla diligenza professio-

220 Comunicazione Consob n. DIN/1055860 del 19 luglio 2001.

221 CONSOB, Veneto Banca S.p.A., delibera del 10 maggio 2018, n. 20431.

222 CONSOB, Banca Popolare di Vicenza S.p.A., delibere del 30 marzo 2017, nn. 19932 e 19333 e CONSOB, Veneto Banca S.p.A., delibere del 21 giugno 2017, nn. 20034 e 20035 e delibera del 13 settembre 2017, n. 20116.

223 CONSOB, Veneto Banca S.p.A., delibera del 1° giugno 2017, n. 20022.

nale, parametro normativo non soltanto di carattere generale a carico del professionista (art. 1176 c.c.) ma previsto, e declinato diversamente, sia dalla normativa di protezione del consumatore sia dalla disciplina in materia di intermediazione finanziaria²²⁴.

In effetti, le disposizioni di protezione del consumatore e della concorrenza orientano la condotta del professionista alla diligenza ragionevole, commisurata al consumatore medio; le disposizioni in materia di intermediazione finanziaria obbligano nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento l'intermediario a comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, da declinare nella fattispecie concreta, con l'intenzione di assicurare il perseguimento ottimale dell'interesse del cliente e di salvaguardare l'integrità dei mercati. Si tratta di una diversità di trattamento che trova una spiegazione nei differenti interessi che le normative intendono presidiare a protezione ora del consumatore ora dell'investitore, nonché delle ripercussioni che la lesione di questi interessi può avere sul cliente e sul mercato²²⁵.

A ciò si aggiunge che, con riferimento ai prodotti abbinati, incorporanti la prestazione di servizi e attività di investimento, questa esigenza di protezione si è fatta evidentemente più marcata, come emerge dalla normativa di origine europea, in base a quanto previsto dall'art. 24, par. 11, della direttiva UE del 15 maggio 2014 n. 2014/65/UE (c.d. *MiFID II*), dagli Orientamenti *ESMA* e dall'art. 44 del Regolamento intermediari Consob, che distinguono i prodotti aggregati dai prodotti abbinati. Per questi ultimi, in particolare, l'impresa di investimento non deve informare il cliente soltanto dei rischi di ciascun prodotto offerto in abbinamento ma altresì di quei rischi derivanti dall'abbinamento dei prodotti e, soprattutto, comunicare al cliente quando vi è un obbligo di acquisto di un prodotto per poterne acquistare un altro²²⁶.

Vi sono, nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento, particolari obblighi a carico dell'intermediario²²⁷: l'obbligo di acquisire tutte le informazioni necessarie per la proposizione di un prodotto finanziario adeguato e appropriato al profilo del cliente e l'obbligo di fornire tutti gli elementi utili per il corretto adempimento delle regole di diligenza, correttezza e trasparenza in modo da consentire l'espressione di una decisione di investimento consapevole da parte del cliente. I menzionati obblighi riguardano, come si è avuto modo di considerare, al ricorrere di talune condizioni, anche il finanziamento che costituisce un servizio accessorio ex art. 1, comma 6, lett. c), TUF (ora Sezione B n. 2 dell'Allegato I) dell'investimento finanziario,

224 G. CESARI – G.M. FUMAROLA, *op. cit.*, pp. 667 ss., spec. pp. 676 ss.

225 Sulla declinazione dei canoni della diligenza, correttezza e trasparenza nel settore finanziario A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 1, 2019, I, pp. 1 ss., spec. p. 4, per il quale la diligenza di cui all'art. 21 TUF non può essere sovrapposta agli ordinari canoni civilistici della buona fede e della correttezza contrattuale, in quanto intende specificare le prescrizioni in esse contenute ed orientare l'intermediario a prestare una particolare qualità del servizio. In senso analogo si rinvia a G. CALDARELLI, *Viaggio in chiave oggettiva per la responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Giur. it.*, n. 2, 2019, pp. 295 ss. Si rinvia altresì a A.M. PANCALLO, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Riv. trim. dir. ec.*, Suppl. n. 1, 2020, pp. 62 ss., e, con particolare riguardo ai prodotti complessi, M. DI PUMPO, *Brevi note sugli obblighi informativi degli intermediari in materia di investimenti aventi ad oggetto strumenti finanziari complessi*, in *Cult. dir.*, n. 2, 2020, pp. 85 ss.

226 In questo senso *ESMA*, *Orientamenti sulle pratiche di vendita abbinata*, cit., p. 10.

227 Sul punto v. l'ampia rassegna di giurisprudenza in M. GARCEA, *I doveri informativi dell'intermediario nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento*, in *Giur. comm.*, n. 5, 2019, II, pp. 935 ss.

tenuto conto del rapporto di strumentalità del prestito con la sottoscrizione e l'acquisto delle azioni, che emerge talvolta testualmente dai contratti di finanziamento²²⁸.

Queste considerazioni spiegano le sanzioni comminate dalla Consob per la violazione dell'art. 21 TUF nei confronti degli esponenti aziendali²²⁹ e, poi, i risarcimenti a cui sono stati condannati gli intermediari finanziari da parte dell'ACF. Queste violazioni sistematiche da parte degli intermediari finanziari non hanno consentito agli investitori di formarsi un'opinione consapevole sui prodotti finanziari e sull'opportunità di una determinata scelta di investimento, determinando sia un pregiudizio per gli interessi della clientela sia un pericolo per l'integrità dei mercati, quest'ultimo cagionato a causa di una situazione patrimoniale contabile degli istituti bancari non corrispondente a quella effettiva²³⁰.

In sostanza, le decisioni dell'ACF hanno accertato la violazione delle regole di comportamento in materia di intermediazione finanziaria, declinate dall'art. 21²³¹. Tra queste, in primo luogo, è stata ravvisata la mancata comunicazione delle caratteristiche specifiche dei prodotti finanziari, ivi compresa la natura non liquida dei titoli, all'investitore *retail* che, non consapevole dei relativi rischi, si trova nell'impossibilità di disinvestire e rischia la perdita integrale del capitale²³². In secondo luogo, è stato sottolineato che la mera consegna del prospetto informativo o la dichiarazione del cliente di avere preso visione del medesimo non è da ritenere sufficiente ad assolvere agli obblighi informativi a carico dell'intermediario finanziario²³³.

228 Si veda ACF, decisione 18 maggio 2018, n. 451. La menzionata decisione qualifica il finanziamento espressamente erogato per partecipare all'aumento di capitale della società come servizio accessorio ex art. 1, comma 6, lett. c) del TUF, da cui consegue la competenza del Collegio secondo quanto previsto dall'art. 4, comma 1, del Regolamento concernente l'Arbitro per controversie finanziarie, laddove prescrive «(l)'Arbitro conosce delle controversie fra investitori e intermediari relative alla violazione da parte di questi ultimi degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza previsti nei confronti degli investitori nell'esercizio delle attività disciplinate nella parte II del TUF».

229 CONSOB, Banca Popolare Sant'Angelo S.p.A., delibera del 19 dicembre 2018, n. 20755; CONSOB, Banca Popolare di Bari S.C.p.A., delibera del 13 settembre 2018, n. 20583; CONSOB, Veneto Banca S.p.A., delibera del 14 giugno 2017, n. 20033; CONSOB, Banca Popolare di Vicenza S.p.A., delibera del 30 marzo 2017, n. 19935.

230 Infatti, queste pratiche di collocamento di titoli finanziari mediante "capitale finanziato" hanno compromesso la stabilità di alcuni istituti bancari che sono poi stati messi in liquidazione. L'imputabilità del peggioramento delle condizioni economiche alle conseguenze della politica di collocamento dei titoli finanziati da parte di esponenti aziendali è confermata espressamente dalla decisione sulla responsabilità penale dei vertici della Banca Popolare di Vicenza del Tribunale di Vicenza, Sez. penale, sentenza 13 giugno 2021, n. 348, in *Giur. pen. Web (giurisprudenzapenale.com)*, pp. 777 ss., con nota di C. SANTORIELLO, *Indipendenza e autonomia dell'Odv: note alla sentenza sul caso Banca Popolare di Vicenza*, *ivi*, n. 7-8, 2021, e con nota di A.F. MASIERO, *Il Crac della Banca Popolare di Vicenza (BPVi). I reati societari tra responsabilità dei vertici e responsabilità dell'ente (Trib. Vicenza, sez. pen., dep. 17 giugno 2021, n. 3489)*, in *Stud. iur.*, n. 12, 2021, pp. 1578. Sulla messa in liquidazione delle banche venete con il d.l. n. 99/2017 e sulle conseguenti questioni di tutela degli investitori coinvolti dalle suddette operazioni a seguito della cessione delle attività e passività aziendali a Banca Intesa Sanpaolo cfr. I. MECATTI, *La responsabilità della banca cessionaria nell'ambito della l.c.a. delle banche venete, per le pretese risarcitorie degli azionisti e restitutorie dei creditori della banca cedente*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 6, 2019, II, pp. 786 ss.; A. URBANI, *La cessione ex lege n. 121/2017 e la posizione degli azionisti delle due "banche venete" poste in liquidazione coatta amministrativa*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2017, pp. 190 ss.

231 Sulla tutela della normativa finanziaria da parte dell'ACF per la violazione delle regole di diligenza, correttezza e trasparenza con riguardo alle fattispecie di assistenza finanziaria si veda G. PANCIOLI, *op. cit.*, pp. 416 ss.

232 ACF, decisione del 17 gennaio 2020, n. 2151; ACF, decisioni del 30 agosto 2018, nn. 809 e 810.

233 ACF, decisioni del 18 maggio 2018, nn. 451 e 448; ACF, decisione del 4 agosto 2017, n. 34; ACF, decisione del 16 novembre 2017, n. 147; ACF, decisione del 12 dicembre 2017, n. 147. Questo orientamento è stato sottolineato anche nella Relazione annuale 2022 (per l'attività del 2021) dell'Arbitro per le controversie finanziarie. Si precisa infatti che «(l)a mera messa a disposizione dell'investitore del prospetto d'offerta (o il rinvio ad esso), non è idonea a far ritenere congruamente assolti da parte dell'intermediario gli obblighi d'informazione attiva su di lui gravanti, in quanto tale

Sono stati rilevati, altresì, nella maggior parte delle ipotesi, la combinazione in capo all'intermediario del ruolo di emittente, finanziatore e venditore delle azioni, la volontà di ricapitalizzazione dell'intermediario/emittente²³⁴, la mancanza di iniziativa del cliente e la raccomandazione e la sollecitazione delle operazioni da parte dell'intermediario²³⁵. In pratica, le operazioni *de quibus* non sarebbero state realizzate in una logica prettamente fiduciaria per "servire al meglio l'interesse del cliente", in modo da consentire a quest'ultimo di raggiungere un effettivo vantaggio con un investimento rispondente alle proprie aspettative, coerente con il proprio profilo finanziario e a seguito di una decisione di investimento pienamente informata²³⁶.

4 La qualificazione dei finanziamenti baciati come pratiche commerciali scorrette

Come anticipato, i finanziamenti baciati sono stati qualificati dall'Antitrust in termini di pratiche commerciali scorrette ex artt. 20, comma 2, 24 e 25 cod. cons., a causa della subordinazione dell'erogazione del finanziamento alla stipulazione di investimenti azionari o obbligazionari convertibili. Questo diffuso ed indebito condizionamento è stato ravvisato per la ricorrenza di una serie di indici sintomatici: in primo luogo, l'obbligo di preventiva sottoscrizione di pacchetti minimi di titoli per assumere la qualifica di soci e potere accedere ai prodotti di mutuo riservati ai soci; in secondo luogo, l'asimmetria contrattuale tra la posizione dell'istituto finanziario concedente il credito e quella debole del consumatore; da ultimo, l'obbligo di apertura di un conto corrente collegato al mutuo presso la medesima banca, con relativa violazione dell'art. 21, comma 3-*bis*, cod. cons.²³⁷

Con particolare riguardo alle modalità di condotta, l'esercizio arbitrario della posizione del professionista nei confronti del consumatore/cliente connota i due momenti dell'operazione di assistenza finanziaria, non soltanto nella fase iniziale, ovvero al momento della concessione del finanziamento, ma altresì nella fase successiva, in

documento è predisposto dall'emittente per la generalità degli investitori, verso i quali opera in regime di parità di trattamento, essenzialmente allo scopo di ridurre le asimmetrie informative. Di contro, gli obblighi informativi dell'intermediario si collocano su un diverso piano funzionale, essendo volti a "servire al meglio l'interesse del cliente", adattando la prestazione erogata alle caratteristiche soggettive di quest'ultimo: ne consegue che l'intermediario è tenuto ad agire con un grado di diligenza superiore, che non può esaurirsi nella messa a disposizione del prospetto informativo predisposto dall'emittente (si vedano le decisioni dell'ACF nn. 34, 500, 1774, 2756 e 4275)». Sulle questioni sollevate nelle decisioni dell'ACF si rinvia in chiave sistematica, anche oltre i profili delle operazioni in commento, S. FORASSASSI, *Profilatura del cliente e valutazione di adeguatezza/appropriatezza negli orientamenti dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF)*, in *Contr. impr.*, n. 4, 2021, pp. 1063 ss.

234 ACF, decisione del 28 settembre 2018, n. 875.

235 ACF, decisione dell'8 febbraio 2018, n. 249.

236 ACF, decisione del 16 maggio 2018, n. 445. In dottrina, si veda M. DE MARI, *Product governance e product intervention nella MiFID II 2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari*, in *Riv. dir. impr.*, n. 3, 2015, p. 676, il quale sottolinea l'importanza del momento di attribuzione del profilo di rischio dell'investitore e della valutazione di adeguatezza e di appropriatezza da parte dell'intermediario finanziario, il quale «deve (...) valutare che il cliente abbia effettivamente compreso i rischi che lo strumento offerto comporta». Più recentemente, nel medesimo senso ID., *La profilatura finanziaria algoritmica*, in *Orizz. dir. comm. (Orizzontideldirittocommerciale.it)*, n. 1, 2021, p. 144.

237 AGCM, PS10363 – Banca Popolare di Vicenza/Vendita abbinata finanziamenti-azioni, Provvedimento del 6 settembre 2016, n. 26168, cit., par. 84.

quanto il consumatore/cliente non può liberarsi dell'investimento pena la perdita del finanziamento o di alcune sue condizioni agevolate²³⁸. Come detto, poi, lo sfruttamento della debolezza contrattuale di controparte è stato realizzato dal professionista mediante una politica commerciale aggressiva da parte delle strutture di vertice della banca che hanno avviato forti sollecitazioni nei confronti della clientela *retail*, la quale conseguentemente non ha potuto assumere una decisione consapevole in merito all'investimento. Si tratta di comportamenti che contrastano con la diligenza professionale richiesta al professionista, il quale è venuto meno agli obblighi di «competenza, correttezza e attenzione», richiesti in ragione delle condotte proprie dell'attività svolta²³⁹ e in relazione ai prodotti di finanziamento offerti²⁴⁰.

238 AGCM, PS10363 – Banca Popolare di Vicenza/Vendita abbinata finanziamenti-azioni, Provvedimento del 6 settembre 2016, n. 26168, cit., par. 75, e AGCM, PS10602 – Veneto Banca/Mutui in cambio di azioni e apertura di conti correnti, Provvedimento del 24 maggio 2017, n. 26613, cit., par. 39.

239 AGCM, PS10602 – Veneto Banca/Mutui in cambio di azioni e apertura di conti correnti, Provvedimento del 24 maggio 2017, n. 26613, cit., par. 85.

240 AGCM, PS10363 – Banca Popolare di Vicenza/Vendita abbinata finanziamenti-azioni, Provvedimento del 6 settembre 2016, n. 26168, cit., par. 112.

(A. Paolini – T.N. Poli)*

1 Le diverse ricostruzioni

Secondo l'opinione della dottrina maggioritaria²⁴¹ e della giurisprudenza assolutamente prevalente²⁴², la violazione del disposto dell'art. 2358 c.c. determina la nullità delle operazioni di finanziamento e di collocamento delle azioni, intese come parte di un'operazione unitaria: entrambi gli atti, nella loro connessione fattuale, sono valutati come lesivi dell'integrità del capitale sociale e dei principi sulla formazione degli assetti societari, interessi di rilevanza collettiva.

In base a una diversa teoria, gli atti sarebbero affetti da inefficacia, configurando il divieto un limite legale al potere di rappresentanza²⁴³. La ricostruzione in termini di inefficacia comporta – secondo un orientamento consolidato²⁴⁴ – che la legittimazione a farla valere spetti unicamente al falso rappresentato (in questo caso,

(*) Il presente capitolo è frutto di riflessioni condivise ed è direttamente riferibile quanto ai §§ 1, 2, 3 e 4 ad Alessandra Paolini e quanto ai §§ 5 e 6 a Tommaso Nicola Poli.

241 G. FERRI, *Le società*, in *Trattato di diritto civile* (fondato da F. VASSALLI), Vol. X.3, Torino, 1985, pp. 528 ss.; G. FANELLI, *Le sanzioni degli atti vietati dagli artt. 2357-61 del codice civile*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, pp. 672; ID., *Le partecipazioni sociali reciproche*, Milano, 1957, pp. 111 ss.; F. CARBONETTI, *L'acquisto*, cit., pp. 179 ss.; ID., sub art. 2358, cit., p. 369; G. PARTESOTTI, *op. cit.*, pp. 482 s.; C. ANGELICI, *op. cit.*, p. 352; S. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, cit., p. 495; N. ABRIANI, *Il capitale sociale*, cit., p. 254; ID., *Le azioni*, cit., p. 429; M. BIONE, *op. cit.*, pp. 389 s.; M. MAUGERI - G. STRAMPELLI, *op. cit.*, pp. 198 ss., facendo riferimento all'analogo inquadramento negli ordinamenti tedesco e inglese; G. B. PORTALE - A. CETRA, *L'assistenza finanziaria nelle cooperative*, cit., pp. 158 ss.; *contra* G.B. PORTALE - A. A. DOLMETTA, *op. cit.*, p. 703, che propendevano per l'annullabilità; M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, p. 76 ritiene che la nullità investa solo il rapporto di finanziamento (o di garanzia), non anche l'acquisto delle azioni; opinione cui aderisce R. ANNARATONE, *op. cit.*, p. 462.

242 Cass. 19 giugno 2013, n. 15398, cit.; Cass. 24 novembre, 2006, n. 25005, cit.; Cass. 14 maggio 2004, n. 9194, cit.; Trib. Ivrea, 12 agosto 1995, cit.; Trib. Roma, 30 giugno 2005; Trib. Venezia, 29 aprile 2016, cit.; Trib. Venezia, 15 giugno 2016, cit.; Trib. Torino, 2 febbraio 2017, cit.; Trib. Venezia, 23 luglio 2019, in *Giur. comm.*, 2021, II, 636; Trib. Venezia, 29 luglio 2019, cit.; Trib. Treviso, 4 maggio 2020, cit.; Trib. Udine, 8 gennaio 2020, cit.; Trib. Padova, 16 luglio 2020, cit.; Cass. 6 ottobre 2023, n. 28148, cit, con esame accurato delle diverse tesi prospettate dalla dottrina.

243 G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, Vol. 2, *Diritto delle società*, IX ed. a cura di M. CAMPOBASSO, Torino, 2015, p. 248, distinguendo però l'ipotesi dei finanziamenti concessi con l'impiego di somme non disponibili ai sensi dell'art. 2358, co. 6, c.c., che sarebbero comunque affetti da nullità, per violazione di un divieto inderogabile; nel senso che la carenza di autorizzazione costituisca un limite legale al potere di rappresentanza I. DEMURO, *op. cit.*, p. 242; N. DE LUCA, sub art. 2357, in *Commentario del codice civile* (diretto da E. GABRIELLI), *Delle società - dell'azienda - della concorrenza* (a cura di D.U. SANTOSUOSSO), Torino, 2015, pp. 1133 s.; V. ANTONINI, *op. cit.*, 617 ss.; Trib. Treviso, 13 gennaio 2021, cit.

244 Cass. 24 ottobre 2013, n. 24133, in *Rep. Foro it.*, 2013, Rappresentanza nei contratti, n. 9; Cass. 15 gennaio 2000, n. 410. Recentemente la S.C. è intervenuta a Sezioni Unite sulla materia (Cass. Sez. un., 3 giugno 2015, n. 11377 in *Foro it.*, 2015, I, 3585 ss.), affermando che «la deduzione del difetto o del superamento del potere rappresentativo e della conseguente inefficacia del contratto, da parte dello pseudo rappresentato, integra una mera difesa, atteso che la sussistenza del potere rappresentativo in capo a chi ha speso il nome altrui è un elemento costitutivo della pretesa del terzo nei confronti del rappresentato, sicché il giudice deve tener conto della sua assenza, risultante dagli atti, anche in mancanza di una specifica richiesta di parte»; sulla base di tale arresto si è sostenuta (V. ANTONINI, *op. cit.*, p. 621) la legittimazione anche del terzo (nel caso in esame, l'acquirente delle azioni) a far valere l'inefficacia dell'operazione –

dunque, alla società, in antitesi con il carattere generale degli interessi tutelati dalla disciplina in esame²⁴⁵).

Altre posizioni, più articolate, distinguono in relazione alle singole fattispecie²⁴⁶, in ragione della sopravvenuta novella dell'art. 2358 c.c. - che oggi consente le operazioni di assistenza finanziaria, seppure al rispetto di specifiche condizioni - e soprattutto dell'esigenza di tutela dell'affidamento dei terzi, ritenendo che solo in alcuni casi sia predicabile la nullità, mentre in altri si porrà una questione di violazione dei limiti al potere di rappresentanza degli amministratori. Suscita comunque perplessità la posizione, che sembra non coerente con l'inquadramento in termini di limitazione al potere di rappresentanza ex art. 1398 c.c., volta ad escludere in ogni caso la possibilità di ratifica degli atti posti in essere in assenza di previa deliberazione assembleare²⁴⁷.

2 La tesi della nullità

Al di là delle perplessità generate dalla stessa categoria delle "limitazioni legali" al potere di rappresentanza degli amministratori²⁴⁸, sembra doversi propendere per la tesi classica della nullità, opzione ermeneutica che non sembra idonea a pregiudicare le esigenze di affidamento del mercato, come si tenterà di argomentare.

ma ciò pregiudicherebbe sia il potere di ratifica dell'interessato sia il potere di *interpellatio* del terzo contraente ex art. 1399 c.c.

245 Con particolare enfasi la S.C. sottolinea l'importanza del riconoscimento della legittimazione ad agire ai terzi, tra i quali i creditori e i soci, dato che il rischio di mancata effettività del patrimonio sociale incide direttamente su di essi, e tale interesse non può dirsi assorbito da quello della società: Cass. 24 novembre 2006, n. 25005, cit.; Cass. 6 ottobre 2023, n. 28148, cit., che ritiene che la norma in esame sia "una norma imperativa di grado elevato", volta a tutelare "interessi di sistema".

246 S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., 163 ss. (limite al potere di rappresentanza in assenza di autorizzazione, ma ove l'assistenza sia stata concessa nel rispetto delle "condizioni sostanziali" dell'art. 2358 c.c. - con particolare riferimento al rispetto del limite del patrimonio netto; nullità in caso di violazione dei limiti, ma solo se è ravvisabile un motivo illecito comune tra i contraenti). V. anche la posizione parzialmente distinta di G.F. CAMPOBASSO, nota precedente. Non appare, tuttavia, condivisibile una selezione dei vizi in base ad una distinzione di rilevanza tra i diversi elementi che costituiscono il procedimento di cui all'art. 2358 c.c., in quanto esso appare unitariamente volto alla tutela di interessi endosocietari e di terzi.

247 S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., pp. 104 s., A favore della ratificabilità N. DE LUCA, sub art. 2357, cit., p. 1133; G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 248. Sulla base di un diverso inquadramento escludono in ogni caso, condivisibilmente, la possibilità di ratifica N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 419 (con riguardo alla delibera che autorizza l'acquisto di azioni proprie, ma con argomenti spendibili anche nel caso in esame); S. CERRATO, *op. cit.*, p. 565.

248 Dubitano dell'effettiva utilità conoscitiva della categoria M. SCIUTO, *Problemi in materia di potere rappresentativo degli amministratori di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 32 ss.; F. BRIOLINI, *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010. Sul punto v. anche la riflessione di M.S. SPOLIDORO, *Questioni in tema di rappresentanza degli amministratori di società per azioni*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Piras*, Torino, 2010, 495, che si chiede se la questione concernente gli effetti esterni dell'invalidità delle deliberazioni richieste dalla legge per integrare i poteri degli amministratori nel compimento di certe operazioni riguardi effettivamente i poteri di rappresentanza, o se invece non sia da ascrivere alle condizioni di liceità o di legittimità dell'atto del gestore. Sul tema si consenta di rinviare a A. PAOLINI, *Le modificazioni di fatto dell'oggetto sociale*, Milano, 2014, pp. 219 ss. e a Id., *Gestione della s.r.l. e tutela dei terzi: ambiguità nella recente giurisprudenza sulle modificazioni di fatto dell'oggetto sociale*, in *Riv. dir. comm.*, n. 4, 2022, II, pp. 481 ss. Il problema, in anni più risalenti, era stato impostato sulla configurabilità, in caso di divieti posti dalla legge, come "limite di capacità", e sul punto v. le pagine, ancora oggi illuminanti, di G. FERRI, *op. cit.*, pp. 528 ss.

In ambito societario si tende a limitare l'ambito di incidenza della nullità, soprattutto con riguardo all'attività gestoria posta in essere dalla società²⁴⁹, anche in ossequio ai principi espressi nella prima direttiva societaria²⁵⁰ e recepiti nell'attuale disciplina dei poteri di rappresentanza degli amministratori di società di capitali. In questa sede si può sinteticamente ricordare la riflessione di Ascarelli, nel respingere la nullità quale conseguenza della violazione dell'art. 2361 c.c. (primo comma, nella versione attuale della disposizione)²⁵¹; significativo sul punto, più recentemente, l'orientamento della corte di legittimità relativo all'art. 2361, comma 2, c.c.²⁵².

La nullità deriva dal configurare le operazioni in esame come contrarie a norma imperativa - nullità virtuale ex art. 1418 c.c. - in quanto in sé vietate, e idonee a violare direttamente il divieto posto dalla legge a presidio di interessi *non meramente endosocietari*²⁵³. La possibilità di porre in essere, nel rispetto delle condizioni di cui ai commi 2 e seguenti dell'art. 2348 c.c., operazioni di assistenza finanziaria, non inficia tale soluzione: l'autorizzazione assembleare rileva come presupposto di legittimità per il compimento di atti, altrimenti vietati²⁵⁴.

Alcune sentenze, nell'affermare la nullità, hanno richiamato espressamente una nota pronuncia della Cassazione a sezioni unite²⁵⁵ in cui, nel delineare l'ambito di possibile estensione della nullità virtuale, si precisa che essa non deriva solo dalla violazione di norme imperative che si riferiscono alla struttura o al contenuto del regolamento negoziale, ma può ravvisarsi anche ove la violazione di norma riguardi aspetti estranei a tali elementi: come in caso di mancanza di una particolare autorizzazione richiesta dalla legge, o in mancanza di iscrizione di uno dei contraenti in albi o registri cui la legge condiziona la legittimazione a stipulare determinati tipi di contratti, e simili.

249 Da ultimo v. C. ANGELICI, *A proposito di «interessi primordiali» dei soci e «gestione esclusiva» degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 59 ss. e in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, 468 ss., in riferimento all'orientamento espresso da Trib. Piacenza, 14 marzo 2016, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2017, II, 377; ss. Trib. Milano, 5 novembre 2017, in *Notariato*, 2018, pp. 439 ss.; Trib. Roma, 3 agosto 2018, in *Soc.*, 2018, pp. 1371 ss. Impostazione diversa in G. B. PORTALE - N. DE LUCA, *Il sovrano non ha abdicato. Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*, nota a Trib. Roma, 1° aprile 2019, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, pp. 757 ss.)

250 Art. 9, Dir. 68/151/CEE - v. oggi art. 9, Dir. (EU) 2017/1132.

251 T. ASCARELLI, *Fideiussione, conflitto di interessi e deliberazioni di consiglio: oggetto e capacità sociale*, in *Riv. soc.*, 1959, p. 743, nota n. 8, ove il rilievo che, qualora l'effetto vietato dalla disposizione (l'assunzione di partecipazioni che, per la misura e per l'oggetto comportino una modificazione sostanziale dell'oggetto sociale) sia realizzato, anziché *uno actu*, attraverso un'operazione complessa, composta da una pluralità di acquisti, da diversi soggetti, sarebbe arduo stabilire quali tra essi debbano reputarsi affetti da nullità; al riguardo v. pure le considerazioni di E. BARCELLONA, sub art. 2361, in *Codice commentato delle s.p.a.* (diretto da G. FAUCEGLIA - G. SCHIANO DI PEPE), Torino, 2006, pp. 311 ss., che sottolinea come sarebbe irragionevole immaginare una disparità di trattamento sul piano invalidatorio relativo ad altre fattispecie, non contemplate dal legislatore, ma idonee a realizzare i medesimi effetti (vietati).

252 Ci si riferisce alla nota Cass. 21 gennaio 2016, n. 1095, che, al di là delle delicate implicazioni sul tema della supersocietà di fatto, rifiuta la possibilità di dichiarare l'invalidità dell'atto compiuto o l'inefficacia dell'attività imprenditoriale di fatto svolta, nell'ottica di tutela del mercato e dei terzi (salva l'*exceptio doli*).

253 Esclude la possibilità di ravvisare la nullità in caso di violazione di norme poste solo a tutela dei soci G. FERRI, *op. cit.*, 530 ss.

254 In questo senso v. anche l'ordinanza Trib. Venezia, 29 aprile 2016, cit.: "deve ritenersi che l'assenza delle condizioni previste dall'art. 2358, co. 2 e ss., c.c. determini l'espansione del divieto di cui al primo comma (...) e che la violazione di tale divieto di fonte legale dia luogo a nullità della specie delle nullità virtuali".

255 Cass. SS. UU. 19 dicembre 2007, n. 26724, in *Foro it.*, 2008, 784 ss., che esclude la nullità in caso di violazione dei doveri di comportamento posti a carico dei prestatori di servizi di investimento finanziario.

Si tratterebbe, cioè, di ipotesi nelle quali il legislatore vieta, in determinate circostanze, di stipulare il contratto.

Resta però da chiarire quale sia il criterio tramite il quale selezionare le condizioni la cui mancanza possa dar luogo a nullità; in particolare, in ambito societario, se sia possibile attribuire rilievo ad elementi endosocietari – quale ad esempio la violazione di norme che regolano gli ambiti di competenza dei diversi organi sociali o, come nel caso di specie, la carenza di un'autorizzazione – anche alla luce delle citate esigenze di tutela dell'affidamento dei terzi.

La Cassazione, in un significativo arresto, ha precisato – in relazione ad un'ipotesi di violazione del riparto di competenze interorganico, e dunque interrogandosi anche sulla possibilità di rilevare una interruzione del rapporto organico – che "ove l'atto si manifesti come espressione dell'attività sociale, intesa in senso ampio", risulta imputabile alla società "anche quando eccede le competenze attribuite al singolo organo"²⁵⁶. In definitiva, non può non tenersi conto della prospettiva dell'agire della società sul mercato, e del conseguente affidamento ingenerato presso i terzi, soprattutto avendo riguardo ad atti di natura gestoria.

Tuttavia, le peculiarità delle operazioni di assistenza finanziaria per l'acquisto di proprie partecipazioni consentono di ritenere compatibile con la sanzione della nullità la carenza delle condizioni di cui all'art. 2358 c.c.: sia per i profili di consapevolezza richiesti dalla stessa struttura della fattispecie, sia per la pubblicità nel registro delle imprese prevista per la deliberazione di autorizzazione, circostanze che limitano significativamente la possibilità di lesione dell'affidamento di terzi incolpevoli.

3 La doppia nullità e il collegamento negoziale. Tutela del terzo inconsapevole

Si deve precisare, infatti, come la stessa struttura della fattispecie in esame presupponga un collegamento negoziale: collegamento di natura soggettiva, che consente di distinguere le diverse posizioni interessate. In essa (almeno) due sono le operazioni coinvolte: quella di finanziamento, tra il socio e la società; quella di sottoscrizione, tra il finanziato e la società, o di acquisto, tra il finanziato e la società, ovvero un terzo.

Come già osservato, il collegamento negoziale a struttura soggettiva – configurato nella fattispecie astratta di cui all'art. 2358 c.c. – presuppone un elemento teleologico comune, idoneo a rilevare quale motivo illecito comune, che rende il contratto illecito ex art. 1345 c.c. In diversi casi esaminati dalla giurisprudenza di merito, entrambi i negozi – da un lato i finanziamenti erogati da banche; dall'altro le sottoscrizioni (intercorrenti con la medesima banca emittente) o gli acquisti (laddove la banca disponesse di azioni proprie illegittimamente acquistate) – si concludono tra il finanziato e la banca. In queste ipotesi, la dimostrazione della consapevolezza delle finalità

²⁵⁶ Per un più ampio esame della pronuncia citata sia consentito rinviare a A. PAOLINI, *op. cit.*, pp. 231 ss.

dell'operazione è insita nello stesso procedimento di sussunzione della fattispecie concreta in quella astratta, di cui all'art. 2358 c.c., e avviene attraverso l'individuazione di indici oggettivi. Il fenomeno è espressamente vietato dalla legge, e perfettamente riconoscibile in quanto tale dalle parti (anche in ragione dell'iscrizione nel registro delle imprese della deliberazione di autorizzazione), dunque non vi sono terzi incolpevoli da tutelare.

La questione, invece, potrebbe porsi in fattispecie a struttura trilaterale: la società e il finanziato sono consapevoli della destinazione del finanziamento ad uno scopo vietato dalla legge, ma le azioni sono acquistate da un terzo, che potrebbe essere ignaro, o consapevole, della provenienza illecita della provvista. In questi casi, ferma restando la nullità dei finanziamenti, la posizione del terzo può essere distinta in relazione all'elemento soggettivo, e ai suoi riflessi sul profilo del collegamento negoziale²⁵⁷. Può essere, al riguardo, invocata la distinzione tra negozi collegati "con dipendenza unilaterale", per cui uno solo dei negozi subisce l'influenza dell'altro²⁵⁸. In caso di terzo inconsapevole, per questi non sarebbe invocabile il "collegamento negoziale a struttura soggettiva", né predicabile la sussistenza in capo allo stesso di un motivo illecito. Al riguardo, autorevole dottrina ha sostenuto che "rispetto agli atti interni la violazione delle prescrizioni importa la nullità dell'atto, in quanto contrario a una norma imperativa; rispetto agli atti intersoggettivi di nullità dell'atto potrà parlarsi soltanto nel caso in cui si rientri nelle previsioni dell'art. 1345 c.c."²⁵⁹.

Si osservi, al riguardo, come anche la dottrina che ritiene riconducibili gli atti compiuti in assenza di autorizzazione assembleare, ma nel rispetto delle condizioni sostanziali poste dal 2358 c.c., al novero degli atti compiuti in carenza di potere di rappresentanza, sostiene che, ove invece l'atto sia stato compiuto in violazione dei limiti di cui all'art. 2358 c.c. (es. finanziamento per importo superiore al valore del patrimonio netto disponibile, o accertata falsità delle poste di bilancio rilevanti), i finanziamenti e le garanzie saranno nulli se la violazione del 2358 c.c. costituisce motivo illecito comune anche al terzo contraente²⁶⁰. Si è già rilevato come, quanto a tale distinzione, non convinca la configurazione dell'amministratore come *falsus procurator*, precludendo però la possibilità di una successiva ratifica. La conclusione nel senso della non ratificabilità di tali atti, ad avviso di chi scrive, è condivisibile, per "la centralità che l'autorizzazione assembleare assume nel procedimento disciplinato dall'art.

257 Sui profili del collegamento tra negozi stipulati da parti diverse (ove sia unitario il programma economico), quanto alla rilevanza della condotta e dell'elemento soggettivo, G. LENER, *op. cit.*, 187 ss.; con particolare riguardo ai rapporti tra contratto di finanziamento e contratto finanziato, *ivi*, 197 ss. In giurisprudenza, sulla nozione di collegamento negoziale (anche a prescindere dalla ravvisabilità di un collegamento di fonte legale, ex artt. 121 ss. T.U.B., per il credito al consumo) tra contratto di credito e relativo contratto di compravendita, Cass. 29 settembre 2014, n. 20477; A.B.F., coll. Coord., 17 giugno- 5 novembre 2015, n. 8354, in *I contratti*, 2016, 337 ss., con nota di F. BARTOLINI, *La nullità nel collegamento negoziale: l'A.B.F. sul credito al consumo*. Su questi aspetti v., con ampi riferimenti, M. MAUGERI-G. STRAMPPELLI, *op. cit.*, 210 s.

258 Al riguardo R. SCOGNAMIGLIO, *Collegamento negoziale*, in *Enc. Dir.*, VII, Milano, 1960, p. 377, citando la distinzione di L. ENNECCERUS - H. LEHMANN, *Lehrbuch des bürgerlichen Rechts*, II, Tübingen, 1954, pp. 384 s.

259 Così G. FERRI, *op. cit.*, p. 432.

260 S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., p. 167, riprendendo le argomentazioni di G. FERRI citate *supra*. Diversamente orientato G. F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, p. 248, sostenendo che in tali ipotesi (impiego di somme non disponibili) la nullità derivi dalla violazione di un divieto inderogabile. Per l'inefficacia (quale violazione di un limite legale al potere di rappresentanza) N. DE LUCA, sub. *Art. 2357*, cit., pp. 1133 ss.

2358"²⁶¹ (in deroga al regime proprio delle autorizzazioni ex art. 2364 n. 5, c.c., la deliberazione è assunta dall'assemblea straordinaria e soggetta all'iscrizione nel registro delle imprese), nonché per l'ampio margine di discrezionalità lasciato ai soci sul punto e per la pervasività dell'informazione loro dovuta; elementi, questi, che lasciano propendere per la sanzione della nullità degli atti compiuti in violazione di un espresso precetto normativo (cioè in violazione del procedimento di cui all'art. 2358 c.c.).

Tuttavia, proprio in ragione della considerazione che un segmento dell'operazione, quale la vendita delle azioni da parte di un terzo inconsapevole, potrebbe essere in sé lecito, risultando però illecito il comportamento delle altre parti coinvolte, può ritenersi non applicabile al primo il disposto dell'art. 1418 c.c.: "l'illecito unilaterale potrà portare l'applicazione delle sanzioni a carico di colui che l'illecito compie, ma non può servire ad invalidare il negozio posto in essere con il terzo, se l'illecito non è comune al terzo. Si tratta in queste ipotesi di divieti che operano all'interno della società e che in tanto possono tradursi in una causa di nullità dell'atto in quanto la violazione del divieto divenga parte integrante dell'atto, sia cioè comune ad entrambe le parti. Deve cioè essere l'atto come tale a porsi in violazione del divieto; se la violazione rimane esterna all'atto e si determina unicamente nella sfera di uno dei soggetti, le conseguenze della violazione necessariamente limitano la loro efficacia alla sfera giuridica del soggetto nella quale la violazione si è determinata"²⁶².

Analoghe considerazioni possono essere svolte con riguardo alle operazioni poste in essere per interposta persona, alla luce della circostanza che il divieto di cui all'art. 2358 c.c. è relativo all'assistenza finanziaria fornita "direttamente o indirettamente". La nullità del contratto di finanziamento concluso con l'interposto non comporta necessariamente anche la nullità del contratto concluso tra lo stesso e l'acquirente (o sottoscrittore) delle azioni²⁶³: si tratta di un'operazione non direttamente regolata dalla disposizione in commento, ma che può costituire uno strumento di elusione della stessa, dunque un contratto in frode alla legge ex art. 1344 c. c.²⁶⁴. La frode alla legge viene realizzata attraverso la stipulazione di uno o più contratti, collegati causalmente dal perseguimento di un risultato analogo a quello vietato dalla norma imperativa. Tale istituto consente di distinguere la posizione del terzo interposto, quanto alla validità del contratto concluso con l'acquirente (o il sottoscrittore) delle azioni, in ragione dell'elemento soggettivo: solo se partecipe dell'intento fraudolento (cioè se consapevole della destinazione finale del complesso dei negozi posti in essere, e in definitiva del collegamento negoziale) l'atto sarà affetto da nullità²⁶⁵.

261 S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., p. 105, ritenendo possibile solo una successiva delibera conforme al disposto dell'art. 2358 c.c., a seguito della quale siano rinnovati gli atti *medio tempore* conclusi.

262 Così G. FERRI, *op. cit.*, p. 532, con riferimento all'art. 2357 (nel testo vigente prima dell'attuazione della seconda direttiva, quando ancora non era individuata la sanzione per la violazione del divieto) e all'art. 2360 c.c.

263 La società finanzia un terzo affinché possa concludere un contratto con l'acquirente (o sottoscrittore) delle azioni, che procuri a quest'ultimo le risorse necessarie per l'acquisto (o la sottoscrizione) di azioni.

264 Così F. CARBONETTI, *sub art. 2358*, cit., p. 369.

265 F. CARBONETTI, *ibidem*, con riferimento alla "buona fede del terzo".

Resta poi da valutare la sorte dei contratti conclusi a valle di una deliberazione assembleare carente dei presupposti di legge. La violazione delle condizioni richieste dall'art. 2358 c.c. configura un'ipotesi di nullità di deliberazione ex art. 2379 c.c., per illiceità dell'oggetto²⁶⁶, che può essere fatta valere entro tre anni dalla sua iscrizione nel registro delle imprese. L'invalidità della deliberazione è potenzialmente idonea a travolgere tutti gli atti compiuti in esecuzione della stessa (e dunque sia i finanziamenti, sia gli acquisti/sottoscrizioni di azioni); tuttavia, in caso di caducazione degli effetti, restano comunque salvi i diritti acquistati in buona fede dai terzi (art. 2377, co. 7, richiamato dall'art. 2479 co. 4 c.c.).

4 Gli effetti dell'invalidità e le pretese restitutorie

La dichiarazione di nullità dei contratti conclusi in violazione del disposto dell'art. 2358 c.c. comporta il diritto alla ripetizione dell'indebito ex art. 2033 c.c.²⁶⁷. L'azione di indebito, in ragione della caducazione della *causa solvendi* delle prestazioni effettuate, ha carattere restitutorio e non, come l'azione di arricchimento senza causa, di reintegrazione dell'equilibrio economico²⁶⁸. I profili maggiormente problematici si pongono qualora la prestazione eseguita sia stata un *facere*²⁶⁹, per la necessità di determinare la restituzione per equivalente, mentre in caso di obbligazione pecuniaria, come nel caso in esame, chi ha eseguito un pagamento non dovuto ha diritto di ripetere quanto pagato, e agli interessi (comunque dovuti ex art. 1148 c.c.). Gli interessi sono dovuti dal giorno del pagamento se chi lo ha ricevuto era in mala fede, oppure, se in buona fede, dal giorno della domanda.

Ricostruita la fattispecie in esame nei termini di un divieto posto dalla legge, chiaramente identificabile nei suoi elementi costitutivi, e che comunque presuppone un collegamento negoziale soggettivo, da valutarsi in base alla presenza degli indici sintomatici e oggettivi di cui sopra, non sembrano facilmente ravvisabili gli estremi per la possibilità di invocare la buona fede (*ignorantia legis non excusat*) dei contraenti (e neppure l'applicabilità dell'art. 1338 c.c.). La nullità del finanziamento e delle sottoscrizioni (o acquisti) di azioni produce, a carico del beneficiario dell'assistenza finanziaria, l'obbligo di dover restituire immediatamente e in un'unica soluzione il capitale, oltre agli interessi legali²⁷⁰, e di riconsegnare i titoli azionari; la società finanziatrice sarà tenuta alla restituzione della somma corrispondente all'ammontare del conferi-

266 Cass. 21 gennaio 1970, n. 123, cit.; G.B. PORTALE – A.A. DOLMETTA, *op. cit.*, pp. 703 s.; N. ABRIANI, *Le azioni*, cit., p. 428.

267 P. ABBADESSA, *op. cit.*, 87. Sul tema, in generale, E. MOSCATI, *Caducazione degli effetti del contratto e pretese di restituzione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 435 ss.

268 Cass. 21 marzo 2014, n. 6747.

269 G. D'AMICO, *Nullità e risoluzione per inadempimento: restituzioni e risarcimento del danno*, in *NLCC*, 2014, pp. 767 ss.

270 Sul punto si segnala la previsione dell'art. 125-bis T.U.B. che prevede, in caso di nullità del contratto, per i soli contratti di credito dei consumatori di cui al Capo II, titolo VI (tra i quali non rientrano le operazioni in esame ex art. 122, co. 1, lett. g) T.U.B.), la facoltà di pagare quanto dovuto a rate, con la stessa periodicità prevista nel contratto o, in mancanza, in trentasei rate mensili.

mento (o del prezzo delle azioni), maggiorata degli interessi legali, nonché degli eventuali interessi indebitamente percepiti sul finanziamento, e delle commissioni e spese accessorie.

Qualora i soggetti coinvolti siano solo l'acquirente (o sottoscrittore) delle azioni e la società, la dichiarazione di nullità colpisce entrambi i rapporti, determinando la compensazione delle somme dovute. Maggiormente complessa, sul piano operativo, appare essere l'ipotesi in cui nello schema negoziale sia coinvolto un terzo inconsapevole che, come sostenuto, resterebbe estraneo ai profili di illiceità del collegamento negoziale. Ove, in ipotesi, resti valido il trasferimento delle azioni, ma dichiarato nullo il finanziamento, il compratore dovrebbe restituire quanto ricevuto dalla società, ma resterebbe valido ed efficace l'acquisto operato²⁷¹.

Quanto ai profili relativi alla sorte delle azioni negoziate direttamente dalla società, se si tratta di una vendita, la società tornerà in possesso di azioni proprie (con eventuali obblighi di alienazione)²⁷². Più problematica appare, invece, l'ipotesi di nullità della sottoscrizione, idonea a produrre effetti negativi sul capitale sociale²⁷³.

Si può ritenere, infine, che in caso di finanziamento utilizzato solo parzialmente per realizzare un'operazione vietata ex art. 2358 c.c., la nullità interesserà solo la relativa frazione del finanziamento (art. 1419 c.c.).

5 La condotta decettiva dell'intermediario finanziario e la tesi dell'annullabilità

Qualora siano state comunque rispettate le condizioni e i limiti quantitativi previsti dall'art. 2358 c.c. e non siano state violate altre norme a presidio delle quali siano già previsti rimedi civilistici, l'inadempimento delle regole di condotta, ove integrante pratiche commerciali scorrette per violazione della diligenza professionale, si

271 Ciò appare coerente con la ricostruzione della fattispecie adottata, alla luce della quale la sanzione della nullità presuppone un collegamento negoziale, fondato sulla consapevolezza di entrambe le parti in ordine ai profili teleologici; pertanto non sembra determinare arbitrarie disparità di trattamento (segnalate invece da S. CACCHI PESSANI, *Banche popolari e assistenza finanziaria*, cit., 190 ss.).

272 G.B. PORTALE – A. CETRA, *L'assistenza finanziaria nelle cooperative*, cit., pp. 163 ss., precisano che, ove la società non sia in condizione di acquistare azioni proprie (per difetto dei requisiti patrimoniali richiesti dalla legge), esse debbano essere assoggettate al regime della "partecipazione invalida" (invalidità della partecipazione, con effetto *ex nunc* e conseguente scioglimento parziale del rapporto sociale e liquidazione del suo valore).

273 Sul punto, Cass, 24 novembre, 2006, n. 25005, cit., afferma espressamente che sussiste, ex art. 1421 c.c., la legittimazione dei soci ad agire per la dichiarazione di nullità della sottoscrizione di azioni effettuata in violazione dell'art. 2358 c.c., in ragione del rischio della non effettività, totale o parziale, del conferimento, con ricaduta sul patrimonio netto: l'eventuale inadempimento del socio entrante, infatti, "sarà riferito all'obbligazione di rimborso del finanziamento, non a quella del conferimento - già adempiuta con i mezzi finanziari messi a disposizione dalla società - e dunque non potrà comportare i rimedi della decadenza del socio moroso e della estinzione delle sue azioni con la corrispondente riduzione del capitale sociale, ai sensi all'art. 2344 c.c.". Sottolinea i maggiori rischi insiti nell'assistenza finanziaria per la sottoscrizione di nuove azioni S. CACCHI PESSANI, *L'assistenza finanziaria*, cit., pp. 54 ss. (che si pongono non in termini di conservazione del patrimonio netto, ma di stessa effettività dell'aumento - in quanto "finanziariamente l'operazione è una partita di giro", *ivi*, 55 - ponendo esigenze di tutela analoghe a quelle che giustificano il divieto di sottoscrizione di azioni proprie).

inserisce nel più ampio dibattito relativo alle ricadute sulla validità dei contratti sottoscritti da clienti/investitori con professionisti/intermediari finanziari²⁷⁴.

È opportuno, infatti, ricordare che la disciplina di protezione del consumatore, come declinata dal codice del consumo, pur mirata a reprimere le pratiche commerciali scorrette non fornisce ristoro alle pretese del cliente ma punisce unicamente il professionista, con l'obiettivo di ripristinare l'ordine economico del mercato e di inibire la prosecuzione di comportamenti distorsivi della concorrenza. Essa non contiene, infatti, alcun riferimento alle tutele individuali del consumatore, se si eccettua la disposizione della normativa UE (art. 3, par. 2, direttiva 2005/29/CE), interamente mutuata nell'art. 19, comma 2, lett. a), cod. cons., in base alla quale la disciplina in tema di pratiche commerciali scorrette «non pregiudica (...) l'applicazione delle disposizioni normative in materia contrattuale, in particolare delle norme sulla formazione, validità ed efficacia del contratto».

Ciò comporta che la tutela pubblicistica possa essere integrata da quella civilistica o da quella arbitrale nei settori che la ammettono. In questa prospettiva va rilevato che l'ACF, seppure in un'isolata decisione abbia ritenuto che le pratiche commerciali scorrette e i comportamenti dell'intermediario possano condurre all'annullabilità del contratto²⁷⁵, si è chiaramente orientata per una tutela di natura risarcitoria²⁷⁶.

E, tuttavia, in termini generali, la dottrina non ha mancato di sottolineare le interferenze tra la disciplina codicistica e quella consumeristica, rimarcando, in tal senso, che la normativa del Codice civile in materia di vizi del consenso ha subito un'integrazione derivante dalla normativa di protezione del consumatore, per cui, dal punto di vista civilistico, assumono rilievo non soltanto i raggiri propriamente intesi ma tutti quei comportamenti che siano idonei ad alterare la capacità di assumere una decisione consapevole. In questo, peraltro, la normativa di protezione del consumatore e la di-

274 In generale sulla tematica dei rapporti tra pratiche commerciali scorrette e rimedi civilistici si vedano C. GRANELLI, voce *Pratiche commerciali scorrette: le tutele*, in *Enc. dir. - I Tematici, Contratto*, Milano, 2021, pp. 825-873, Id., *Pratiche commerciali scorrette: tutele individuali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, n. 5, 2019, pp. 1074 ss.; C. MAGLI, *Pratiche commerciali scorrette e rimedi civilistici nel contesto della responsabilità sociale d'impresa*, in *Contr. impr.*, n. 2, 2019, pp. 716 ss.; A.P. SEMINARA, *La tutela civilistica del consumatore di fronte alle pratiche commerciali scorrette*, *Contr.*, n. 6, 2018, pp. 689 ss.; E. LABELLA, *Pratiche commerciali scorrette e rimedi civilistici*, in *Contr. impr.*, n. 3, 2013, pp. 688 ss.; M. MAUGERI, *Violazione della disciplina delle pratiche commerciali scorrette e rimedi contrattuali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, n. 10, 2009, pp. 477 ss.

275 ACF, decisione del 5 giugno 2017, n. 5, che considera la condotta dell'intermediario nella prestazione del servizio di investimento decettiva ascrivendola pertanto «al paradigma dei comportamenti integranti artifici e raggiri idonei a determinare l'annullabilità del contratto di acquisto di azioni per dolo determinante». Al riguardo v. anche la posizione di M. MAUGERI – G. STRAMPELLI, *Sull'invalidità di operazioni di finanziamento strumentali all'acquisto di azioni alla banca finanziatrice*, cit., pp. 211 ss., ove alcuni spunti per una «lettura evolutiva della disciplina in tema di violenza, come vizio del consenso, che consenta di ricondurre al suo interno anche la violenza economica».

276 ACF, decisione del 7 agosto 2017, n. 760; ACF, decisione del 6 aprile 2018, n. 353; ACF, decisione del 10 aprile 2018, n. 361; ACF, decisione del 18 aprile 2018, n. 385; ACF, decisione del 16 ottobre 2018, n. 946; ACF, decisione del 17 ottobre 2018, n. 950.

sposizione dell'art. 1439 c.c. sembrano sovrapporsi nella misura in cui intendono tutelare una parte dall'esecuzione di un contratto che, in mancanza del comportamento ingannevole dell'altra, non avrebbe concluso²⁷⁷.

6 Pluralità di interventi e delimitazione delle competenze delle Autorità di settore

Come evidenziato nel Capitolo IV, sulle operazioni di assistenza finanziaria vi è stata una pluralità di interventi delle Autorità di settore²⁷⁸. Ciò solleva la questione della delimitazione di competenze nell'ambito delle pratiche commerciali scorrette, disciplinate dal Codice del Consumo, che interessa i rapporti non soltanto tra AGCM e Consob ma, altresì, i rapporti tra AGCM e Banca d'Italia e AGCM e Autorità garante delle comunicazioni (AGCOM)²⁷⁹.

Dottrina e giurisprudenza, anche sulla base di una pronuncia della Corte di giustizia UE²⁸⁰, concordano nel ritenere che le disposizioni della disciplina di settore trovano applicazione in presenza di un «contrasto insolubile» tra la disciplina generale

277 Si veda M. MAUGERI, *Pratiche commerciali scorrette e annullabilità*, cit., p. 1521; M. MAUGERI – G. STRAMPELLI, *Sull'invalidità di operazioni di finanziamento strumentali all'acquisto di azioni alla banca finanziatrice*, cit., p. 217.

278 Sui rapporti tra la disciplina in materia di intermediazione finanziaria e la disciplina consumeristica si vedano A. COLARUOTOLO – M. SIRAGUSA, *Il regime di responsabilità dei providers e la tutela del cliente nel settore finanziario*, in A. GENOVESE – V. FALCE (a cura di), *La portabilità dei dati in ambito finanziario*, in *Quaderni Fintech*, n. 8, aprile 2021, pp. 239 ss., i quali individuano le norme applicabili al "consumatore" di servizi finanziari e sciolgono la questione del concorso tra normative consumeristica e finanziaria e del riparto di competenze tra Antitrust e Autorità di settore dopo l'intervento della Corte di giustizia UE del 2018, sulla quale *infra*. Più in particolare, sul tema del rapporto tra la disciplina consumeristica e le discipline di settore in materia di intermediazione finanziaria cfr. T. BROGGIATO, *La competenza in materia di tutela del consumatore di servizi bancari e finanziari: gli orientamenti dei giudici e le indicazioni del legislatore*, in *Conc. mer.*, n. 1, 2013, pp. 227 ss.; F. BILOTTA – N. DELLA BIANCA, *Pratiche commerciali scorrette nel settore finanziario e assicurativo e tutela individuale*, in *Riv. dir. comm.*, n. 1, 2012, pp. 135 ss.; G. MEO, *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche scorrette e ordine giuridico del mercato*, in *Giur. comm.*, n. 5, 2010, I, pp. 720 ss. Sullo stesso tema recentemente cfr. O. PINI, *La precettività del valore del risparmio nella tutela del risparmiatore o consumatore di servizi finanziari. Un focus sul riparto tra Consob e AGCM in materia di pratiche commerciali sleali*, in *Rivista AIC (rivistaaic.it)*, n. 2, 2019, pp. 170 ss.; T. BROGGIATO, *La tutela del consumatore nel rinnovato contesto*, in G. FINOCCHIARO – V. FALCE (a cura di), *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, Bologna, 2019, pp. 291 ss.

279 Per una ricostruzione della competenza dell'Antitrust e delle autorità di settore in materia di pratiche commerciali scorrette prima dell'intervento della Corte di giustizia UE del 2018, sulla quale *infra*, si rinvia a M. CAPPALÀ, *La repressione delle pratiche commerciali scorrette nei mercati regolati: cosa aspettarsi dalla Corte di giustizia?*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, n. 3-4, 2017, 879 ss., e M. BERTANI, *Pratiche commerciali scorrette e violazione della regolazione settoriale tra concorso apparente di norme e concorso formale di illeciti*, in *Nuova leg. civ. comm.*, n. 4, 2018, pp. 926 ss.

280 La Corte di giustizia UE, sentenza del 13 settembre 2018, Autorità garante della Concorrenza e del Mercato, C-54/17 e C-55/17, EU:C:2018:710, par. 60, ha abbracciato una nuova interpretazione dell'art. 3, par. 4, della direttiva dell'11 maggio 2005 n. 2005/29/CE, che regola l'ipotesi «di contrasto tra le disposizioni della presente direttiva e altre norme [dell'Unione] che disciplinano aspetti specifici delle pratiche commerciali sleali, prevalgono queste ultime e si applicano a tali aspetti specifici». Sulla base dell'interpretazione delle Corti di giustizia la prevalenza della disciplina speciale e dell'intervento dell'Autorità di settore sarebbero imposte solo qualora vi sia un «contrasto» tra le norme della direttiva e le altre norme dell'Unione che disciplinano aspetti specifici delle pratiche commerciali scorrette, che non deve essere inteso quale «mera difformità» o «semplice differenza», ma più concretamente come «una divergenza che non può essere superata mediante una formula inclusiva che permetta la coesistenza di entrambe le realtà». Su questa sentenza si rinvia ai commenti di I. SPEZIALE, *Le discipline sulle pratiche commerciali scorrette al vaglio della Corte di giustizia*, in *Giur. it.*, n. 12, 2019, pp. 2595 ss.; V. MOSCA, *Verso un equilibrio nel riparto di competenze per la tutela del consumatore*, in *Giorn. dir. amm.*, n. 2, 2019, pp. 195 ss.; A. BOSCO, *Pratiche commerciali scorrette e poteri sanzionatori: la Corte di giustizia dell'Unione europea sceglie l'Antitrust*, in *Riv. Corte Conti*, n. 1, 2021, pp. 67 ss.

in materia di tutela della concorrenza e quella speciale in materia di intermediazione finanziaria²⁸¹.

La giurisprudenza amministrativa, in particolare, ha seguito un percorso interpretativo che, dopo il superamento dell'orientamento del parere del Consiglio di Stato del 3 dicembre 2008 n. 3999, favorevole alla competenza esclusiva della Consob in materia di offerte di servizi di investimento qualificate come pratiche commerciali scorrette²⁸², ha portato alla predisposizione di una tutela convergente e complementare da parte delle autorità di vigilanza²⁸³.

281 Sono le conclusioni a cui giunge V. MINERVINI, *La tutela del consumatore nel settore bancario (con qualche digressione su quello finanziario) tra Codice del consumo e disciplina settoriale. À la recherche de un equilibrio perduto*, in *Dir. banca*, n. 4, 2021, pp. 581 ss., spec. p. 592, con particolare riferimento alla tutela del consumatore nel settore bancario ma che possono essere estese, secondo l'Autore, anche ai servizi di investimento e finanziari in senso stretto, soggetti alla potestà regolamentare e sanzionatoria della Consob. Si veda anche A. GENOVESE, *Pratiche commerciali scorrette e offerta di servizi di investimento*, in C. GIUSTOLISI (a cura di), *La direttiva Consumer Rights. Impianto sistematico della Direttiva di armonizzazione massima*, Roma, 2017, pp. 95 ss., spec. pp. 101-103. Invero, in ambito bancario, le pronunce della giurisprudenza amministrativa, successive al parere del Consiglio di Stato del 2008, hanno sempre affermato la competenza dell'Antitrust in mancanza di norme settoriali che tutelino in concreto gli interessi del consumatore. Si veda Adunanza Plenaria del Consiglio di Stato 2012, n. 14, e i contributi di F. DELL'AVERSANA, *L'actio finium regundorum tra Autorità Amministrative Indipendenti nella repressione delle pratiche commerciali scorrette*, in *Forum di Quad. cost.*, 26 giugno 2012, p. 7, e di V. MELI, *Principio di specialità e applicabilità della disciplina delle pratiche commerciali scorrette nel settore del credito*, in *Dir. banca*, n. 3, 2012, pp. 401 ss., spec. pp. 415 ss.

282 L'intervento del Consiglio di Stato, Sez. I, parere del 3 dicembre 2008, n. 3999, ricostruisce i rapporti tra AGCM e Consob facendo applicazione del principio di specialità per il settore dei servizi finanziari, quale criterio suppletivo in mancanza di disposizioni positive. In sostanza, sulla base delle disposizioni della direttiva 2005/29/CE sulle pratiche commerciali scorrette (art. 3, par. 4, e Considerando 10), del Codice del consumo (art. 19, comma 3) e della L. 24 novembre 1981, n. 689 (art. 9), il Consiglio di Stato ha stabilito la prevalenza della normativa speciale di settore su quella generale, da cui discende la mancata applicazione della disciplina delle pratiche commerciali scorrette, per il cui *enforcement* è competente l'AGCM, e l'applicazione della normativa in materia di intermediazione finanziaria. In sostanza, in presenza di disposizioni settoriali che stabiliscono obblighi di informazione, trasparenza e correttezza nella commercializzazione di servizi finanziari, l'esercizio dei poteri di vigilanza spetterebbe unicamente alla Consob, alla quale sono attribuiti poteri regolamentari, informativi, ispettivi e sanzionatori. In continuità con il parere del 2008 si pongono le successive pronunce dell'Adunanza Plenaria del Consiglio di Stato, sentenze dell'11 maggio 2012, nn. 11, 13, 15 e 16 riguardanti il rapporto tra Antitrust e Autorità garante delle comunicazioni. Poiché sia le norme del Codice del consumo sia il Codice delle comunicazioni contengono apposite disposizioni a protezione del consumatore, dovranno ricevere applicazione queste ultime disposizioni in quanto – secondo i giudici – il «contrasto», di cui all'art. 3, par. 4, della direttiva del 2005/29/CE, recepito dall'art. 19, comma 3, del Codice del consumo, dovrebbe essere inteso come diversità di disciplina e non come vera e propria antinomia normativa. Sono seguite poi le decisioni dell'Adunanza Plenaria del Consiglio di Stato, sentenze del 9 febbraio 2016, nn. 3 e 4, che hanno incrinato l'adesione al principio di specialità, basato sulla prevalenza della disciplina di settore, per abbracciarne un'interpretazione declinata sulle fattispecie concrete, con la conseguenza che la normativa di settore e quella generale in materia di pratiche commerciali scorrette si collocherebbero su una scala di crescente lesività.

283 In questo senso la sentenza del TAR Lazio, Sez. I, 18 gennaio 2010, n. 306. In questa decisione, è stato precisato che «il quadro di tutela offerta dal Codice del Consumo viene ad aggiungersi non soltanto ai rimedi di tutela contrattuale, ma, segnatamente a quelli derivanti dall'esistenza di specifiche discipline in settori oggetto di regolazione». Si segnala, dopo il parere del Consiglio di Stato del 2008, una serie di pronunce riguardanti i rapporti tra la disciplina del codice del consumo e le discipline settoriali, in particolare nel settore del credito e delle comunicazioni. In tutte queste decisioni, è stata accordata preferenza al concorso di competenze, non essendovi nella maggior parte dei casi, un'identità di interesse tutelato come nel caso degli obblighi informativi in materia finanziaria e, parimenti, un conflitto tale da pregiudicare l'applicazione delle due discipline. Si vedano le sentenze del TAR Lazio, 21 gennaio 2010, n. 647 (*Zed SMS non richiesti*); 18 gennaio 2010, n. 314 (*Alixir*); 29 marzo 2010, n. 4931 (*Wind Absolute Tariffa*); 19 maggio 2010, n. 12364 (*Accord Italia - Carta Auchan*); 19 maggio 2010, n. 12281 (*Intesa SanPaolo Cancellazione Ipoteca*); 3 giugno 2010, n. 14856 (*Wind Scadenza Credito*); 3 giugno 2010, n. 14857 (*Tim Scadenza Credito*); 22 giugno 2010, n. 19893 (*Telecom Alice Connessione non richiesta*); 22 giugno 2010, n. 19892 (*Tim Variazioni Unilaterali Autoricarica*); 9 agosto 2010, n. 30466 (*Pubblicità occulta Monella Vagabonda*); 9 agosto 2010, n. 30417 (*Mediamarket Consegnà*); 19 novembre 2010, n. 33668 (*Passante di Mestre*); 22 novembre 2010, n. 33791 (*Gruppo G.E.A.*). Per i casi di applicazione complementare delle normative in materia di intermediazione finanziaria e di tutela del consumatore, possono essere

D'altra parte, la giurisprudenza ordinaria, tanto di merito quanto di legittimità, ha preso una posizione netta in favore della competenza esclusiva della Consob in caso di condotte che configurano, potenzialmente, sia una violazione del D.Lgs. n. 58 del 1998 sia una pratica commerciale scorretta, quando abbiano ad oggetto la mancata predisposizione di regole di organizzazione interna alla banca che avrebbero assicurato il corretto svolgimento dei servizi e l'adempimento degli obblighi nei confronti dei clienti. Tale giurisprudenza, in particolare, ha escluso l'applicabilità nei confronti della Consob dell'art. 27, comma 1-bis, cod. cons.²⁸⁴, ribadendo in più occasioni il seguente principio di diritto: «in materia di sanzioni amministrative nei confronti degli intermediari mobiliari, ove la condotta sanzionata consista nella violazione, da parte di soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione o controllo di istituti bancari, dei doveri concernenti il momento organizzativo, preordinati alla tutela non solo del cliente, ma anche della trasparenza e correttezza dell'operato della banca e dell'integrità del mercato, risultando profili di oggettiva incompatibilità, si applicano le norme contenute nel T.U.F. con competenza sanzionatoria della Consob, ai sensi degli artt. 5, 21 e 190 del T.U.F.»²⁸⁵.

menzionate le pratiche poste in essere da Veneto Banca e dalla Banca Popolare di Vicenza, consistenti nella realizzazione di operazioni a "finanziamento baciato", ovvero nell'erogazione di mutui in cambio dell'apertura di conti correnti o dell'acquisto di azioni, sanzionate sia dall'AGCM quali pratiche commerciali scorrette (AGCM, PS10602 – Veneto Banca/Mutui in cambio di azioni e apertura di conti correnti, Provvedimento n. 26613 del 24 maggio 2017; PS10363 – Banca Popolare di Vicenza/Vendita abbinata finanziamenti-azioni, Provvedimento n. 26168 del 6 settembre 2016) sia dalla CONSOB nei confronti degli esponenti aziendali degli istituti bancari (CONSOB, Veneto Banca S.p.A., delibere n. 20022 del 1° giugno 2017; n. 20031 del 7 giugno 2017; n. 20033 del 14 giugno 2017; nn. 20034 e 20035 del 21 giugno 17. CONSOB, Banca Popolare di Vicenza, delibere n. 19935 del 30 marzo 2017; n. 19934 del 5 aprile 2017).

284 Ai sensi dell'art. 27, comma 1-bis cod. cons., «anche nei settori regolati, ai sensi dell'articolo 19, comma 3, la competenza ad intervenire nei confronti delle condotte dei professionisti che integrano una pratica commerciale scorretta, fermo restando il rispetto della regolazione vigente, spetta, in via esclusiva, all'Autorità garante della concorrenza e del mercato, che la esercita in base ai poteri di cui al presente articolo, acquisito il parere dell'Autorità di regolazione competente». L'art. 27, comma 1-bis, cod. cons., di recepimento della direttiva del 25 ottobre 2011 n. 2011/83/UE con il D.Lgs. 21 febbraio 2014, n. 21, è stato introdotto a seguito della procedura di infrazione avviata dalla Commissione europea nei confronti dello Stato italiano. Si veda la Procedura di infrazione 2013/2169/Just del 18 ottobre 2013, ai sensi dell'art. 260 del Trattato TFUE (caso EU Pilot 4261/12/Just). Tale procedura ex artt. 258 e ss. TFUE è stata attivata dalla Commissione europea sul presupposto che il criterio di specialità "per settori" potesse cagionare vuoti di tutela a danno dei consumatori dal momento che l'esistenza di una normativa settoriale non potrebbe escludere l'applicazione di quella generale in materia di pratiche commerciali scorrette e in tutti gli altri aspetti non disciplinati dalla *lex specialis*. Sull'art. 27, comma 1-bis cod. cons. si veda M. CAPPALÌ, *Quando l'erosione dei limiti costituzionali avviene dall'interno: il caso dell'art. 27, comma 1-bis del codice del consumo e della sua (presunta) natura interpretativa*, in *Rivista AIC (rivistaaiaic.it)*, n. 2, 2018, pp. 1-34.

285 Da ultimo, Cass. civ., Sez. II, 11 gennaio 2024, n. 1154, sulla scorta di altri precedenti conformi, tra tutti Cass. civ., sez. II, 18 settembre 2020, n. 19558.

Bibliografia

- ABBADESSA P., *I prestiti ai soci: appunti sul tema*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, pp. 87 ss.
- ABRIANI N., *Riforma societaria e nuovo diritto penale commerciale*, in S. AMBROSINI (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003, pp. 223 ss.
- ABRIANI N., *Il capitale sociale dopo la "nuova" Seconda Direttiva e il d. lg. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. "semplificazione" della disciplina dei conferimenti in natura, dell'acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria*, in *Riv. dir. impr.*, 2009, pp. 227 ss.
- ABRIANI N., *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *La società per azioni - Trattato di diritto commerciale* (diretto da COTTINO G.), Vol. IV.I, Padova, 2010, pp. 233 ss.
- ACCETTELLA F., *Profili di illegittimità dell'opzione di(ri)vendita delle azioni a prezzo garantito alla società emittente*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 6, 2015, II, pp. 738 ss.
- ACCINNI G.P., *Concessione di prestiti o garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie*, in *Riv. soc.*, n. 1-2, 1994, pp. 159 ss.
- ACCINNI G.P., *Operazioni di leveraged buyout ed un preteso caso di illiceità penale*, in *Riv. soc.*, n.1, 2001, pp. 193 ss.
- ALBANESE A., *Azioni o quote proprie e divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.*, in *Resp. civ.*, n. 6, 2005, pp. 555 ss.
- ALBANESE A., *Leveraged buy out, rifinanziamento del debito originario e costituzione di garanzie reali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, n. 1, 2006, pp. 38 ss.
- ALBANESE A., *Operazioni sulle proprie azioni (e leveraged buy out) nel nuovo diritto societario*, in *Contr. impr.*, n. 2, 2007, pp. 353 ss.
- ANGELICI C., *A proposito di «interessi primordiali» dei soci e «gestione esclusiva» degli amministratori*, in *Riv. dir. comm.*, n. 1, 2020, I, 59 ss. e in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso* (a cura di IRRERA M.), Torino, 2020, pp. 468 ss.
- ANGELICI C., *Note in tema di rapporti contrattuali tra soci e società*, in *Giur. comm.*, 1991, I, pp. 681 ss.
- ANGELICI C., *La partecipazione azionaria nella società per azioni*, in *Trattato di dir. priv.* (diretto da RESCIGNO P.), XVI, Torino, 1985, pp. 317 ss.

- ANNARATONE R., *Altre operazioni sulle proprie azioni (art. 2358 c.c.)*, in DE LUCA N. (a cura di), *La nuova disciplina dei conferimenti in natura senza stima, degli acquisti e delle altre operazioni su azioni proprie*, in *Leggi civ. comm.*, 2009, pp. 454 ss.
- ARDIZZONE L., *Le azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 1167 ss.
- ARDIZZONE L., *Assistenza finanziaria: spunti in relazione all'attività bancaria*, in *Soc.*, 2011, pp. 1032 ss.
- ARGENTATI A., *Polizze assicurative abbinata al credito e tutela del cliente: analisi critica dei più recenti sviluppi normativi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 3, 2018, pp. 271 ss.
- ASCARELLI T., *Ancora sugli acconti dividendo*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 1, 1955, pp. 188 ss.
- ASCARELLI T., *Fideiussione, conflitto di interessi e deliberazioni di consiglio: oggetto e capacità sociale*, in *Riv. soc.*, 1959, pp. 736 ss.
- BANCA D'ITALIA, *Chiarimenti sulla Banca Popolare di Vicenza*, 27 ottobre 2015, disponibile su www.bancaditalia.it.
- BARCELLONA E., sub art. 2361, in *Codice commentato delle s.p.a.* (diretto da FAUCEGLIA G.-SCHIANO DI PEPE G.), Torino, 2006, pp. 311 ss.
- BASSI A., *Delle imprese cooperative e delle mutue assicuratrici*, in *Commentario al codice civile* (diretto da SCHLESINGER P.), Milano, 1988, pp. 963 ss.
- BELVISO U., *Scopo mutualistico e capitale variabile nelle società cooperative*, Milano, 2012.
- BERTANI M., *Pratiche commerciali scorrette e violazione della regolazione settoriale tra concorso apparente di norme e concorso formale di illeciti*, in *Nuova leg. civ. comm.*, n. 4, 2018, pp. 926 ss.
- BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*, in *Trattato di diritto civile* (fondato da VASSALLI F.), Torino, 1950, pp. 169 ss.
- BIANCA C.M., *Diritto civile. Il contratto*, Vol. 3, seconda edizione, Milano, 2000, rist. 2010.
- BILOTTA F. – DELLA BIANCA N., *Pratiche commerciali scorrette nel settore finanziario e assicurativo e tutela individuale*, in *Riv. dir. comm.*, n. 1, 2012, pp. 135 ss.
- BIONE M., Sub. Art. 2358 c.c., in NICCOLINI G.–STAGNO D'ALCONTRES A. (a cura di), *Società di capitali: commentario*, Napoli, 2004, pp. 386 ss.
- BOLOGNESI C., *Commento all'art. 2501-bis*, in GRIPPO G. (a cura di), *Commentario delle società*, Vol. II, Torino, 2009, pp. 1240 ss.
- BONFANTE G., *Delle imprese cooperative*, sub art. 2522, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1999, p. 450.
- BOSCO A., *Pratiche commerciali scorrette e poteri sanzionatori: la Corte di giustizia dell'Unione europea sceglie l'Antitrust*, in *Riv. Corte Conti*, n. 1, 2021, pp. 67 ss.

- BRESCIA MORRA C., *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Banca impr. soc.*, n. 1, 2015, pp. 73 ss.
- BRIOLINI F., *Gli strumenti di controllo degli azionisti di minoranza sulla gestione*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras*, Torino, 2010, pp. 16 ss.
- BROGGIATO T., *La competenza in materia di tutela del consumatore di servizi bancari e finanziari: gli orientamenti dei giudici e le indicazioni del legislatore*, in *Conc. mer.*, n. 1, 2013, pp. 227 ss.
- BROGGIATO T., *La tutela del consumatore nel rinnovato contesto*, in FINOCCHIARO G. – FALCE V. (a cura di), *Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, Bologna, 2019, pp. 291 ss.
- BRUNO N.A., *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 6, 2002, I, pp. 807 ss.
- BUONTEMPI P., *Valido il mutuo fondiario per estinguere debiti pregressi del mutuatario verso la banca mutuante*, in *Giur. comm.*, n. 4, 2015, II, pp. 752 ss., nota a Cass. civ., Sez. III, 12 settembre 2014.
- CACCHI PESSANI S., *L'assistenza finanziaria per l'acquisto e la sottoscrizione delle proprie azioni*, Milano, 2012.
- CACCHI PESSANI S., *Banche popolari e assistenza finanziaria: l'applicabilità dell'art. 2358 c.c. alle società cooperative e le conseguenze della sua violazione*, in *Soc.*, n. 2, 2021, pp. 184 ss.
- CAGNASSO O., *Accollo da parte della società del debito relativo al prezzo di cessione della quota di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, n. 2, 1986, II, pp. 207 ss.
- CALDARELLI G., *Viaggio in chiave oggettiva per la responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Giur. it.*, n. 2, 2019, pp. 295 ss.
- CAMEDDA A., *I contratti di assicurazione collegati a mutui e finanziamenti. L'obbligo di rimborso del premio assicurativo in caso di estinzione anticipata del finanziamento*, in *Riv. dir. banc. (rivista.dirittobancario.it)*, n. 2, 2018, I, pp. 413 ss.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale*, Vol. 2, *Diritto delle società*, VII ed. a cura di CAMPOBASSO M., Torino, 2012.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale*, Vol. 2, *Diritto delle società*, IX ed. a cura di CAMPOBASSO M., Torino, 2015.
- CAMPOBASSO M., *L'imputazione di conoscenza nelle società*, Milano, 2002.
- CAPPAI M., *La repressione delle pratiche commerciali scorrette nei mercati regolati: cosa aspettarsi dalla Corte di giustizia?*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, n. 3-4, 2017, pp. 879 ss.

- CAPPALÀ M., *Quando l'erosione dei limiti costituzionali avviene dall'interno: il caso dell'art. 27, comma 1-bis del codice del consumo e della sua (presunta) natura interpretativa*, in *Rivista AIC (rivistaaic.it)*, n. 2, 2018, pp. 1 ss.
- CAPRIGLIONE F., *Banche popolari. Metamorfosi di un modello*, Bari, 2001.
- CARBONETTI F., *L'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988.
- CARBONETTI F., sub art. 2358 – *Altre operazioni sulle proprie azioni*, in D'ALESSANDRO F. (a cura di), *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, Vol. II, tomo 1, Padova, 2010, pp. 367 ss.
- CARRIÈRE P., *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in *Soc.*, n. 1, 2010, pp. 7 ss.
- CASTELLANO M., *Il capitale sociale nelle società cooperative*, in BASSI A. – FORTUNATO S. (a cura di), *Mutualità e capitale nelle cooperative*, Milano, 2017, pp. 112 ss.
- CECCHINATO P., *Popolari venete: il Tribunale di Venezia dichiara la nullità delle operazioni bacciate*, in *dirittobancario.it*.
- CECCHINATO P., *Quale destino per le cause proposte contro le due popolari venete?*, in *Soc.*, n. 10, 2017, pp. 1132 ss.
- CENTONZE M., *Fallimento del socio e sistemi statutari di autotutela del credito della società verso il fallito*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 5, 2003, II, pp. 620 ss.
- CERRATO S., *Le operazioni di leveraged-buy out*, in *Le operazioni societarie straordinarie - Trattato di diritto commerciale* (diretto da COTTINO G.), Vol. V.I, Padova, 2010, pp. 590 ss.
- CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, in *Trattato di diritto commerciale* (diretto da G. Cottino), *Le operazioni societarie straordinarie di scioglimento e liquidazione, trasformazioni, fusioni, leveraged buy out, scissioni*, (a cura di AIELLO M. – CAVALIERE T. – CAVANNA M. – CERRATO S.A.), Vol. V, Tomo II, Padova, 2011, pp. 533 ss.
- CESARI G. – FUMAROLA G.M., *Le conseguenze delle operazioni bacciate. Profili di specialità del regime dell'assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie delle banche*, in *Dir. banca*, n. 4, 2021, pp. 625 ss., ma anche in *Nuovo Dir. Soc.*, n. 6, 2020, pp. 781 ss.
- CHIEFFI A., sub art. 2529, in *Commentario alla riforma delle società* (diretto da MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI – NOTARI), *Società cooperative* (a cura di PRESTI G.), Milano, 2006, p. 259
- CINCOTTI C., *Sulla ratio del divieto di assistenza finanziaria*, in *Giur. comm.*, n. 6, 2010, II, pp. 1106 ss., nota a Cass. civ., Sez. I, 4 agosto 2009, n. 17936.
- CINCOTTI C., *Merger leveraged buy out, sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento*, in *Riv. soc.*, n. 4, 2011, pp. 634 ss.

- CIPRIANI L., *Operazioni bacciate: i percorsi della giurisprudenza relativa alle banche «venete» in liquidazione*, in *Riv. dir. banc. (rivista.dirittobancario.it)*, n. 1, 2022, II, pp. 27 ss.
- CLARIZIA R., *Finanziamento (dir. priv.)*, in *Noviss. Digesto*, Vol. III Agg., Torino, 1982, pp. 754 ss.
- CLARIZIA R., *La causa di finanziamento*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 3, 1982, II, pp. 580 ss.
- CÒ F., *Divieto del leveraged buyout*, in *il Fall.*, n. 3, 2001, pp. 317 ss.
- COLARUOTOLO A. – SIRAGUSA M., *Il regime di responsabilità dei providers e la tutela del cliente nel settore finanziario*, in GENOVESE A. – FALCE V. (a cura di), *La portabilità dei dati in ambito finanziario*, in *Quaderni Fintech*, n. 8, aprile 2021, pp. 239 ss.
- COLOMBO C., *Operazioni economiche e collegamento negoziale*, Padova, 1999.
- CORSI F., *L'acquisto di azioni proprie (o della società controllante)*, in PREDIERI A. (a cura di), *L'adeguamento della disciplina della società per azioni alle direttive comunitarie del d.p.r. 30/86*, Firenze, 1987, pp. 243 ss.
- COSTI R., *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007.
- COSTI R., *Verso un'evoluzione capitalistica delle banche popolari?*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 5, 2015, I, pp. 575 ss.
- COTTINO G., *Diritto commerciale*, I, 2, 3° ed., Padova, 1994.
- D'ALESSANDRO F., *Rapporti di scambio tra una società ed i suoi azionisti*, in *Contr. impr.*, 1993, pp. 1020 ss.
- D'AMICO G., *Nullità e risoluzione per inadempimento: restituzioni e risarcimento del danno*, in *Nuova leg. civ comm.*, 2014, pp. 767 ss.
- D'ATTORRE G., *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007.
- DALFINO D., *La fusione societaria quale evento estintivo, ma non interruttivo: brevi riflessioni (parzialmente critiche) a margine delle sezioni unite*, in *Foro it.*, 11, 2021, I, pp. 3502 ss., nota a Cass. civ, Sez Un., 30 luglio 2021, n. 21970.
- DE LUCA N., *La società azionista e il mercato dei propri titoli*, Torino, 2012.
- DE LUCA N., sub art. 2357, in *Commentario del codice civile* (diretto da GABRIELLI E.), *Delle società – dell'azienda – della concorrenza* (a cura di SANTOSUOSSO D.U.), Torino, 2015, pp. 1133 ss.
- DE LUCA N., *Il socio "leone". Il revirement della Cassazione su opzioni put a prezzo definito e divieto del patto leonino*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 1, 2019, II, pp. 81 ss.
- DE LUCA N., *Morte apparente o risurrezione di società? Riflessioni sull'«estinzione» dell'incorporata nella fusione*, in *Foro it.*, 11, 2021, I, pp. 3494 ss., nota a Cass. civ, Sez Un., 30 luglio 2021, n. 21970.

- DE LUCA N., *Operazioni sulle proprie azioni*, in *Trattato delle società* (diretto da DONATIVI V.), Tomo II, Torino, 2022, pp. 691 ss.
- DE LUCA, N. *Sulle conseguenze civilistiche di un finanziamento illegittimo di azioni proprie. A proposito di obiter dicta, cioè cose (criticabili) dette incidentalmente*, in *Foro it.*, n. 12, 2023, I, pp. 3454 ss., nota a Cass. 6 ottobre 2023, n. 28148.
- DE MARI M., *La profilatura finanziaria algoritmica*, in *Orizz. dir. comm. (Orizzontideldiritto.commerciale.it)*, n. 1, 2021, pp. 135 ss.
- DE MARI M., *Product governance e product intervention nella MiFID II 2: dalle regole di comportamento al controllo sui prodotti finanziari*, in *Riv. dir. impr.*, n. 3, 2015, pp. 671 ss.
- DEMURO I., *L'assistenza finanziaria nell'acquisto di azioni proprie*, in *Giur. comm.*, n. 2, 2010, I, pp. 229 ss.
- DELL'AVERSANA F., *L'actio finium regundorum tra Autorità Amministrative Indipendenti nella repressione delle pratiche commerciali scorrette*, in *Forum di Quad. cost.*, 26 giugno 2012.
- DI PUMPO M., *Brevi note sugli obblighi informativi degli intermediari in materia di investimenti aventi ad oggetto strumenti finanziari complessi*, in *Cult. dir.*, n. 2, 2020, pp. 85 ss.
- DI RIENZO M., *Principi e regole di patrimonializzazione delle società cooperative*, in BASSI A. – FORTUNATO S. (a cura di), *Mutualità e capitale nelle cooperative*, Milano, 2017, pp. 20 ss.
- DI SABATO F., *Unità e pluralità di negozi. Contributo alla dottrina del collegamento negoziale*, in *Riv. dir. civ.*, n. 1, 1959, pp. 412 ss.
- DOLMETTA A.A., *Il merger leveraged buy out nella legge delega n. 366/2001: la target da s.p.a. a s.r.l.*, in *Corr. giur.*, n. 2, 2002, pp. 240 ss.
- DOLMETTA A., *Operazioni delle cooperative sulle proprie "partecipazioni: le novità della disciplina*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso* (diretto da ABBADESSA P.– PORTALE G.B.), Milano, 2007, Vol. 4, pp. 899 ss.
- DOLMETTA A. – MALVAGNA U., *Banche venete e problemi civilistici di lettura costituzionale del decreto-legge n. 99/2017*, in *Riv. dir. banc. (rivista.dirittobancario.it)*, n. 3, 2017, I, pp. 303 ss.
- ENNECCERUS L.- LEHMANN H., *Lehrbuch des bürgerlichen Rechts*, II, Tübingen, 1954.
- ESMA, *Orientamenti sulle pratiche di vendita abbinata*, 11 luglio 2016.
- FALCONE G., *Sulla improcedibilità delle azioni di accertamento negativo nei confronti della banca in LCA*, in *il Fall.*, n. 11, 2021, pp. 1440 ss.
- FANELLI G., *Le partecipazioni sociali reciproche*, Milano, 1957.
- FANELLI G., *Le sanzioni degli atti vietati dagli artt. 2357-61 del codice civile*, in *Riv. dir. civ.*, 1956, pp. 672 ss.

- FERRARI M.P., *D.Lgs. n. 142/2008: conferimenti, acquisto di azioni proprie e altre operazioni della società sulle proprie azioni*, in *Soc.*, n. 11, 2008, pp. 1425 ss.
- FERRI G., *Le società*, in *Trattato di diritto civile* (fondato da VASSALLI F.), Vol. X.3, Torino, 1985, pp. 528 ss.
- FERRI G.B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966.
- FERRI JR G., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001.
- FORASASSI S., *Profilatura del cliente e valutazione di adeguatezza/appropriatezza negli orientamenti dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF)*, in *Contr. impr.*, n. 4, 2021, pp. 1063 ss.
- FORTUNATO S., *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, in BUTTARO L. - PATRONI GRIFFI A. (a cura di), *La Seconda Direttiva CEE in materia societaria*, Milano, 1984, pp. 310 ss.
- FORTUNATO S., *Patrimonio, capitale sociale e mutualità (a margine del saggio di Umberto Belviso)*, in BASSI A. - FORTUNATO S. (a cura di), *Mutualità e capitale nelle cooperative*, Milano, 2017, pp. 20 ss.
- FRAGALI M., *Il mutuo*, in SCIALOJA - BRANCA (a cura di), *Comm. cod. civ.*, Bologna-Roma, 1966, pp. 75 ss.
- FRAGALI M., voce *Finanziamento (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XVII, Milano, 1968, pp. 605 ss.
- FRÈ G. - SBISÀ G., Sub art. 2358, in *Commentario al codice civile Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1997, pp. 441 ss.
- FRIGENI C., *Natura e funzione del capitale delle banche nella nuova regolamentazione*, in *Banca impr. soc.*, n. 1, 2015, pp. 53 ss.
- FURGIUELE L., *Operazioni sulle proprie azioni e riorganizzazione dell'investimento*, in FERRI JR G. - STELLA RICHTER M. (a cura di), *Profili attuali di diritto societario europeo*, Milano, 2010, pp. 157 ss.
- GABRIELLI E., *Il contratto e le sue classificazioni*, in *Riv. dir. civ.*, n. 1, 1997, pp. 93 ss.
- GABRIELLI E., *L'operazione economica nella teoria del contratto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2009, pp. 905 ss.
- GALGANO F., *La società per azioni*, in *Trattato di dir. comm. e dir. pubbl. econ.* (diretto da GALGANO F.), VII, Padova, 1988.
- GALLESIO-PIUMA M.E., *Le anticipazioni sulle proprie azioni e i prestiti a terzi per l'acquisto delle stesse*, in *Riv. dir. comm.*, n. 2, 1972, pp. 139 ss.
- GARCEA M., *I doveri informativi dell'intermediario nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento*, in *Giur. comm.*, n. 5, 2019, II, pp. 935 ss.
- GENOVESE A., *Pratiche commerciali scorrette e offerta di servizi di investimento*, in GIUSTOLISI C. (a cura di), *La direttiva Consumer Rights. Impianto sistematico della Direttiva di armonizzazione massima*, Roma, 2017, pp. 95 ss.

- GIORGIANNI M., *I negozi giuridici collegati*, in *Riv. it. scienze giur.*, 1937, pp. 333 ss.
- GIULIANO G., *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Not.*, n. 3, 2007, pp. 319 ss.
- GRANDE STEVENS F., *Fuori chi bara*, intervista di Cadorin, in *Espansione*, n. 212, 1988, pp. 47 ss.
- GRANDE STEVENS F., *Intervento*, in *Dir. fall.*, I, 1990, pp. 694 ss.
- GRANELLI C., *Pratiche commerciali scorrette: tutele individuali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, n. 5, 2019, pp. 1074 ss.
- GRANELLI C., voce *Pratiche commerciali scorrette: le tutele*, in *Enc. dir. - I Tematici, Contratto*, Milano, 2021, pp. 825 ss.
- GRECO F., *Le operazioni c.d. bacciate, tra tutela del mercato e del risparmio tradito*, in *Resp. civ. prev.*, n. 3, 2023, pp. 918 ss.
- GRIPPA C., *Il "giusto" prezzo delle azioni nelle operazioni di assistenza finanziaria*, in *Giur. comm.*, n. 1, 2016, I, pp. 80 ss.
- GUERRERA F., *Abuso del voto e controllo "di correttezza" sul procedimento deliberativo assembleare*, in *Soc.*, n. 1, 2002, pp. 181 ss.
- GUIZZI G., *Un anno di ACF tra risultati raggiunti e qualche incognita*, in *Corr. giur.*, n. 1, 2018, pp. 5 ss.
- INNOCENTI R., *Questioni in tema di nullità del contratto di finanziamento collegato all'acquisto di azioni di Banca Popolare*, in *Giur. comm.*, n. 3, 2021, II, pp. 642 ss.
- LABELLA E., *Pratiche commerciali scorrette e rimedi civilistici*, in *Contr. impr.*, n. 3, 2013, pp. 688 ss.
- LEMBO M., *Riflessioni sulle "operazioni bacciate" ed evoluzione della giurisprudenza*, in *Soc.*, 2022, pp. 1045 ss.
- LENER G., *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1999, pp. 181 ss.
- LENTI M.R., *Popolari venete: sulla nullità dell'assistenza finanziaria indi-retta finalizzata alla sottoscrizione di azioni di una società controllante*, in *dirittobancario.it*, 28 marzo 2017.
- MAGLI C., *Pratiche commerciali scorrette e rimedi civilistici nel contesto della responsabilità sociale d'impresa*, in *Contr. impr.*, n. 2, 2019, pp. 716 ss.
- MAGLIULO F., *La fusione post acquisizione con indebitamento nella disciplina del diritto societario*, in *I Quaderni della Fondazione Italiana del Notariato*, n. 3, 2010, pp. 117 ss.
- MAGLIULO F., *Il leveraged buyout nella fusione e nella scissione*, in *Il Nuovo dir. soc.*, n. 19, 2013, pp. 17 ss.
- MAMBRINI F., *I problemi sempre attuali del leveraged buy out*, in *Dir. comm. int.*, n. 1, 1996, pp. 165 ss.

- MANSOLDO S., *Nullità delle operazioni "bacciate": il caso di una ex popolare veneta*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 1, 2023, II, pp. 49 ss.
- MARABINI F., *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: leveraged buy-out legalizzato?*, in *Giur. it.*, n. 10, 2006, pp. 1989 ss.
- MARANO P., sub art. 28, in BELLI F. - CONTENTO G. - PATRONI GRIFFI A. - PORZIO M. - SANTORO V. (a cura di), *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Bologna, 2003, pp. 432 ss.
- MARASÀ G., *Le banche cooperative*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 5, 1998, I, pp. 529 ss.
- MARTINA G., *Note sparse intorno ad un caso di amministrazione straordinaria di banca*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 2, 2014, II, pp. 158 ss.
- MASIERO A.F., *Il Crac della Banca Popolare di Vicenza (BPVi). I reati societari tra responsabilità dei vertici e responsabilità dell'ente* (Trib. Vicenza, sez. pen., dep. 17 giugno 2021, n. 3489), in *Stud. iur.*, n. 12, 2021, pp. 1578 ss.
- MAUGERI M., *Violazione della disciplina delle pratiche commerciali scorrette e rimedi contrattuali*, in *Nuova giur. civ. comm.*, n. 10, 2009, pp. 477 ss.
- MAUGERI M., *Pratiche commerciali scorrette e annullabilità: la posizione dell'Arbitro per le controversie finanziarie*, in *Nuova giur. civ. comm.*, n. 11, 2017, pp. 1516 ss.
- MAUGERI M. - STRAMPELLI G., *Sull'invalidità di operazioni di finanziamento strumentali all'acquisto di azioni della banca finanziatrice*, in *Riv. dir. comm.*, n. 2, 2018, pp. 189 ss.
- MECATTI I., *La responsabilità della banca cessionaria nell'ambito della l.c.a. delle banche venete, per le pretese risarcitorie degli azionisti e restitutorie dei creditori della banca cedente*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 6, 2019, II, pp. 786 ss.
- MELI V., *Principio di specialità e applicabilità della disciplina delle pratiche commerciali scorrette nel settore del credito*, in *Dir. banca*, n. 3, 2012, pp. 401 ss.
- MENGHI I., *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, Milano, 1992.
- MEO G., *Consumatori, mercato finanziario e impresa: pratiche scorrette e ordine giuridico del mercato*, in *Giur. comm.*, n.5, 2010, I, pp. 720 ss.
- MICHELI N., *Il risparmio tradito, tra disciplina generale e regole speciali*, in *Merc. conc. reg.*, n. 3, 2018, pp. 555 ss.
- MINERVINI V., *La tutela del consumatore nel settore bancario (con qualche digressione su quello finanziario) tra Codice del consumo e disciplina settoriale. À la recherche di un equilibrio perduto*, in *Dir. banca*, n. 4, 2021, pp. 581 ss.
- MIOLA M., *Le garanzie intragruppo*, Torino, 1993.
- MOLLO G., *La violazione delle regole in materia di "assistenza finanziaria" e la loro applicabilità alle società cooperative*, in *Riv. banc.*, n. 1-2, 2021, pp. 9 ss.

- MONTALENTI P., *Frode alla legge e diritto societario: il leveraged buyout*, in ID., *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, 1999, pp. 57 ss., nonché in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1994.
- MONTALENTI P., *Il leveraged buy out*, Milano, 1991.
- MONTALENTI P., *Leveraged buyout: una sentenza chiarificatrice*, in *Giur. it.*, 1999, pp. 2106 ss.
- MONTALENTI P., *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, n. 3, 2004, I, pp. 791 ss.
- MONTALENTI P., sub *art. 2501-bis*, in *Il nuovo diritto societario* (Commentario diretto da COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P.), Bologna, 2004, Vol. 3, pp. 2311 ss.
- MORANO, "Leveraged buy-out" *nelle operazioni di fusione dopo la riforma*, in *Not.*, n. 6, 2005, pp. 653 ss.
- MORELLO U., *Il problema della frode alla legge rivisitato (fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy outs e management buy outs)*, in AA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990, pp. 17 ss.
- MOSCA V., *Verso un equilibrio nel riparto di competenze per la tutela del consumatore*, in *Giorn. dir. amm.*, n. 2, 2019, pp. 195 ss.
- MOSCATI E., *Caducazione degli effetti del contratto e pretese di restituzione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 435 ss.
- PAGLIARIN C., *Le radici costituzionali della tutela del risparmio*, in *Banca imp. soc.*, n. 1, 2021, pp. 29 ss.
- PALERMO G., *Funzione illecita e autonomia privata*, Milano, 1970.
- PANCALLO A.M., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Riv. trim. dir. ec.*, Suppl. n. 1, 2020, pp. 62 ss.
- PANCIOLI G., *L'assistenza finanziaria nelle banche popolari: la mutualità come strumento di tutela degli investitori*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 3, 2022, II, pp. 416 ss.
- PAOLINI A., *Le modificazioni di fatto dell'oggetto sociale*, Milano, 2014.
- PAOLINI A., *Nullità delle operazioni di assistenza finanziaria*, in *Corr. Giur.*, n. 12, 2016, pp. 1574 ss.
- PAOLINI A., *L'assistenza finanziaria prestata da banche popolari per l'acquisto di proprie azioni*, in *Riv. dir. comm.*, n. 2, 2019, II, pp. 645 ss.
- PAOLINI A., *Gestione della s.r.l. e tutela dei terzi: ambiguità nella recente giurisprudenza sulle modificazioni di fatto dell'oggetto sociale*, in *Riv. dir. comm.*, n. 4, 2022, II, pp. 459 ss.
- PAOLINI A., *Acquisto di crediti e riserve di attività*, in *Riv. dir. comm.*, n. 1, 2023, II, pp. 23 ss.

- PAOLUCCI L., *Codice delle cooperative*, Torino, 2005.
- PARDOLESI R., Leveraged buy out: *una novità a tinte forti (o fosche)*, in *Giur. comm.*, n. 3, 1989, I, pp. 402 ss.
- PARTESOTTI G., *Le operazioni sulle azioni. Usufrutto e pegno di azioni*, in *Trattato delle società per azioni* (diretto da COLOMBO G.E. – PORTALE G.B.), Vol. 2, Tomo 1, Torino, 1991, pp. 482 ss.
- PATTI S., *Della prova testimoniale. Delle presunzioni (artt. 2721-2729)*, in *Commentario del codice civile Scialoja – Branca* (a cura di GALGANO F.), Bologna, 2001, pp. 34 ss.
- PERRONE A., *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 1, 2019, I, pp. 1 ss.
- PERROTTA S., *Operazioni bacciate: violazione del divieto di assistenza finanziaria e inefficacia negoziale*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 2, 2022, II, pp. 267 ss.
- PETRONE L.M., *Il "giusto equilibrio" del legislatore italiano nel dare definitivo ingresso al merger leveraged buy out*, in *Obbl. contr.*, n. 3, 2009, pp. 244 ss.
- PICCIONE F., *La fusione come fenomeno estintivo-successorio*, in *ilsocietario.it*, 18 novembre 2021, nota a Cass. civ, Sez Un., 30 luglio 2021, n. 21970.
- PINI O., *La precettività del valore del risparmio nella tutela de risparmiatore o «consumatore di servizi finanziari». Un focus sul riparto tra Consob e AGCM in materia di pratiche commerciali sleali*, in *Rivista AIC (rivistaaic.it)*. n. 2, 2019, pp. 170 ss.
- PORTALE G.B. – CETRA A., *L'assistenza finanziaria nelle cooperative*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 2, 2023, I, pp. 148 ss.
- PORTALE G.B. – DOLMETTA A., *Divieto di accettare azioni o quote proprie in garanzia e casse di risparmio "riformate"*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 6, 1989, I, pp. 706 ss.
- PORTALE G. B. – DE LUCA N., *Il sovrano non ha abdicato. Interessi primordiali degli azionisti e competenze implicite dell'assemblea*, nota a Trib. Roma, 1° aprile 2019, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, II, pp. 757 ss.
- POZZO B., *L'acquisto di azioni proprie. La storia di un problema in un'analisi di diritto comparato*, Milano, 2003.
- RACUGNO G., *Le operazioni sulle proprie quote nell'attuazione della Seconda direttiva CEE*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 68 ss.
- RACUGNO G., *Operazioni sulle proprie partecipazioni nella nuova s.r.l.*, in *Soc.*, 2003, pp. 373 ss.
- RESCIGNO M., *Il nuovo volto delle banche popolari*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 3, 1994, I, pp. 308 ss.
- ROSSI G., *Ripetibilità od irripetibilità degli acconti dividendo*, in *Foro it.*, 1958,

- ROSSI M., *Assistenza finanziaria bancaria e necessità di un'interpretazione comunitariamente orientata dell'art. 2358 c.c.*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, n. 6, 2020, pp. 696 ss.
- SACCO R., *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile* (diretto da SACCO R.), Torino, 1999.
- SALAFIA V., *Condizioni per l'applicabilità del divieto di operazioni sulle proprie azioni*, in *Soc.*, 2004,
- SALAFIA V., *Configurabilità degli elementi previsti dall'art. 2358*, in *Soc.*, n. 5, 2003, pp. 683 ss.
- SALAFIA V., *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Soc.*, n. 5, 2009, pp. 575 ss.
- SALAFIA V., *L'art. 2358 c.c. dopo il D. Lgs. 4 agosto 2008, n. 142*, in *Soc.*, 2014, pp. 24 ss.
- SALAMONE L., *Le banche popolari ovvero: la mutualità che visse due volte*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 5, 2004, I, pp. 594 ss.
- SALANITRO N., *Profili normativi delle Banche cooperative*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 3, 1994, I, pp. 273 ss.
- SALATINO G., *Le operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (merger leveraged buy-out)*, in *Giur. comm.*, n. 3, 2018, II, pp. 363 ss.
- SANGIOVANNI V., *Finanziamenti per acquisti di azioni proprie: l'applicazione del divieto dell'art. 2358 c.c. anche alle cooperative (il caso delle c.d. baciante)*, in *ilsocietario.it*, n. 18, 2020.
- SANTORIELLO C., *Indipendenza e autonomia dell'Odv: note alla sentenza sul caso Banca Popolare di Vicenza*, in *Giur. pen. Web (giurisprudenzapenale.com)*, n. 7-8, 2021, pp. 1 ss.
- SANTOSUOSSO D.U., *Le due anime e le diverse identità delle banche popolari nell'universo della cooperazione*, in *Giur. comm.*, n. 3, 1997, I, pp. 434 ss.
- SANTOSUOSSO D.U., *Il rapporto banca-impresa nelle operazioni di leveraged buy-out*, in *Dir. banc. merc. fin.*, n. 1, 2003, pp. 489 ss.
- SANZO S., *Brevi note sull'efficacia preclusiva del decreto di esecutività dello stato passivo fallimentare e sulla estensione, alle cooperative bancarie, del divieto di pegno su azioni proprie*, in *Giur. it.*, 1998, pp. 1667 ss.
- SCHIUMA L., *Le banche popolari e l'organizzazione "cooperativa" della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, n. 2, 1996, pp. 325 ss.
- SCHIZZEROTTO G., *Il collegamento negoziale*, Napoli, 1983.
- SCHLESINGER P., *Merger leveraged buy out e riforma societaria*, in *Corr. giur.*, n. 6, 2003, pp. 705 ss.
- SCIUTO M., *Problemi in materia di potere rappresentativo degli amministratori di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2014, pp. 32 ss.

- SCOGNAMIGLIO R., *Collegamento negoziale*, in *Enc. Dir.*, VII, Milano, 1960, pp. 375 ss.
- SCOGNAMIGLIO C., *Problemi della causa e del tipo*, in *Trattato del contratto* (diretto da ROPPO V.), Milano, 2006, II, pp. 86 ss.
- SCOTTI CAMUZZI S., *Acquisto delle proprie azioni, utile e utile di esercizio*, in *Riv. soc.*, 1970, pp. 617 ss.
- SEMINARA A.P., *La tutela civilistica del consumatore di fronte alle pratiche commerciali scorrette*, in *Contr.*, n. 6, 2018, pp. 689 ss.
- SENOFONTE P., *In tema di negozi collegati*, in *Dir. e giur.*, n. 1, 1960, pp. 273 ss.
- SIMONETTO E., *Dividendo e acconti dividendo nelle società per azioni*, Padova, 1963, pp. 138 ss.
- SOLDATI N., *L'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF) tra ruolo di regolazione del mercato finanziario e di conformazione degli intermediari*, in *Contr. impr.*, n. 2, 2022, pp. 449 ss.
- SPERANZIN M., *L'aumento di capitale "garantito"*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 4, 2007, I, pp. 454 ss.
- SPEZIALE I., *Le discipline sulle pratiche commerciali scorrette al vaglio della Corte di giustizia*, in *Giur. it.*, n. 12, 2019, pp. 2595 ss.
- SPOLIDORO M.S., *Attuazione della direttiva 2006/68/CE sui conferimenti non in contanti, acquisto di azioni proprie e assistenza finanziaria*, in *Not.*, n. 1, 2009, pp. 64 ss.
- SPOLIDORO M.S., *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, in *I Quaderni della Fondazione Italiana del Notariato*, n. 3, 2010, pp. 82 ss.
- SPOLIDORO M.S., *Questioni in tema di rappresentanza degli amministratori di società per azioni*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Piras*, Torino, 2010, pp. 495 ss.
- SPOLIDORO M.S., *Clausole put e divieto di società leonina*, in *Riv. soc.*, 2018, pp. 1285 ss.
- STRAMPELLI G., *Il limite quantitativo alla prestazione di assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali. Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Torino, 2011, pp. 147 ss.
- TASSANI T., *Leveraged cash out e abuso del diritto*, in *Dir. prat. trib.*, n. 1, 2021, pp. 81 ss.
- TEDESCHINI F. – SACCO GINEVRI A., *La nuova disciplina dei conferimenti in natura e dell'assistenza finanziaria nelle s.p.a.: primi spunti applicativi*, in *Giur. comm.*, n. 1, 2009, I, pp. 58 ss.
- TINA A., *Polizze formalmente facoltative ma sostanzialmente obbligatorie*, in *Riv. dir. banc. (rivista.dirittobancario.it)*, n. 1, 2022, I, pp. 19 ss.
- URBANI A., *La cessione ex lege n. 121/2017 e la posizione degli azionisti delle due "banche venete" poste in liquidazione coatta amministrativa*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2017, pp. 190 ss.

- VICARI A., *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006.
- VICARI A., *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, in AA.VV., *Scritti in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 645 ss.
- VICARI A., sub art. 2358, in ABBADESSA P. – PORTALE G.B., *Le società per azioni*, Milano, 2016, I, pp. 737 ss.
- VIVANTE C., *I sindacati per la compera e per la vendita delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, n. 2, 1904, pp. 265 ss.
- WYMEERSCH E., *Article 23 of the Second Company Law Directive: The prohibition on financial assistance to acquire shares of the company*, in *Festschrift für Ulrich Drobnig*, Tübingen, 1998, pp. 725 ss.
- ZATTI F., *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in *Forum di Quad. cost.*, 2010.

Recenti pubblicazioni

- 31** – maggio 2024
Quaderni giuridici Assistenza finanziaria e "operazioni bacciate"
A. Paolini, T.N. Poli;
con presentazione di C. Angelici
- 30** – gennaio 2024
Quaderni giuridici *Senior non-preferred bonds*
e tutela degli investitori
F. Ciruolo, F. Savasta
- 29** – maggio 2023
Quaderni giuridici AI e abusi di mercato:
le leggi della robotica si applicano alle operazioni finanziarie?
F. Consulich, M. Maugeri, C. Milia, T.N. Poli, G. Trovatore
- 28** – aprile 2023
Quaderni giuridici La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore
F. Annunziata, D. Colonnello, A. Lupoi
con prefazione di A. Sciarrone Alibrandi
- 27** – marzo 2023
Quaderni giuridici Riforma della giustizia civile e tutela stragiudiziale: quali opportunità per cittadini e imprese?
Atti del convegno ACF – ANSPC – Sapienza Università di Roma
Roma, Auditorium CONSOB, 24 ottobre 2022
- 26** – febbraio 2023
Quaderni giuridici Autorità indipendenti, anticorruzione e *whistleblowing*: le questioni aperte
Atti del convegno CONSOB – AGCM – Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Roma, Auditorium CONSOB, 14 ottobre 2022
- 25** – gennaio 2023
Quaderni giuridici Tokenizzazione di azioni e azioni *tokens*
P. Carrière, N. de Luca, M. de Mari, G. Gasparri, T.N. Poli;
con presentazione di A. Stagno d'Alcontres
- 11** – novembre 2022
Discussion papers Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza
Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani
F. Adria, N. Linciano, F. Quaranta, P. Soccorso
- 89** – settembre 2022
Quaderni di finanza Attitudine alla pianificazione finanziaria delle famiglie italiane
M. Brunetti, R. Ciciretti, M. Gentile, N. Linciano, P. Soccorso

- 24** – giugno 2022
Quaderni giuridici
Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale:
una ricerca per un nuovo tipo di emittente
D. Colonnello, E.R. Iannaccone, G. Mollo, M. Onza; con prefazione di R. Sacchi
- 23** – maggio 2022
Quaderni giuridici
Gli sviluppi tecnologici del diritto societario
a cura di
M. Bianchini, G. Gasparri, G. Resta, G. Trovatore, A. Zoppini
- 10** – luglio 2021
Discussion papers
L'industria del post-trading
S.G. Lo Giudice
- 9** – gennaio 2021
Discussion papers
Le OPA in Italia dal 2007 al 2019
Evidenze empiriche e spunti di discussione
F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo; con introduzione a cura di R. Lener
- 22** – ottobre 2020
Quaderni giuridici
The Prospectus Regulation. The long and winding road
S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale
introduced by Carsten Gerner-Beuerle
- 88** – novembre 2019
Quaderni di finanza
Who intends to become financially literate?
Insights from the Theory of Planned Behaviour
F.C. Billari, M. Gentile, N. Linciano, F. Saita
- 21** – settembre 2019
Quaderni giuridici
A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?
Atti del convegno Banca d'Italia – Consob
Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018
- 20** – gennaio 2019
Quaderni giuridici
La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica
Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie
S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola
- 19** – gennaio 2019
Quaderni giuridici
Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*:
Problemi e prospettive
S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli
- 18** – dicembre 2018
Quaderni giuridici
Nuovi strumenti di politica industriale
per lo sviluppo e la quotazione delle PMI
S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo
- 7** – ottobre 2018
Position papers
La mappatura delle sedi di negoziazione in Italia
dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR
Divisione Mercati, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato