

AperTO - Archivio Istituzionale Open Access dell'Università di Torino

Le azioni di risparmio nel nuovo diritto societario

This is the author's manuscript

Original Citation:

Availability:

This version is available <http://hdl.handle.net/2318/139944> since

Publisher:

Casa Editrice Jovene

Terms of use:

Open Access

Anyone can freely access the full text of works made available as "Open Access". Works made available under a Creative Commons license can be used according to the terms and conditions of said license. Use of all other works requires consent of the right holder (author or publisher) if not exempted from copyright protection by the applicable law.

(Article begins on next page)

Gianni MIGNONE

Le azioni di risparmio nel nuovo diritto societario

2013

A mio padre

INDICE SOMMARIO

Premessa

PARTE PRIMA
LA DISCIPLINA E LA SUA FORMAZIONE

Capitolo I

La giustificazione dell'istituto e le sue origini.

1. Azionisti imprenditori e azionisti risparmiatori.
2. Primi progetti di azioni destinate ai "soci risparmiatori".
3. La disciplina delle azioni di risparmio introdotta con la l. n. 216 del 1974.

Capitolo II

La disciplina vigente: le norme del T.u.f.

1. Le norme sulle azioni di risparmio contenute nel T.U.F.: emissione.
2. (*Segue:*) I privilegi attribuibili.
3. (*Segue:*) Gli altri diritti: voto, diritti in caso di esclusione dalla quotazione, opzione.
4. (*Segue:*) L'incidenza delle azioni di risparmio sui *quorum* assembleari e su altre percentuali rilevanti di possesso azionario.
- 5 (*Segue:*) L'assemblea speciale degli azionisti di risparmio.
- 6 (*Segue:*) Il rappresentante comune.
7. (*Segue:*) Estensioni di disciplina: a) dal T.u.f. alle azioni di risparmio preesistenti; b) dalle azioni di risparmio a tutte le azioni di categoria quotate.

PARTE SECONDA
LE INTERPRETAZIONI

Capitolo III

L'emissione delle azioni di risparmio

1. Criterio ermeneutico generale. La legittimazione all'emissione in capo alle società quotate.
2. Emissione in sede di costituzione?
3. Emissione in sede di aumento di capitale gratuito.
4. La quotazione ed i problemi ad essa collegati: non necessità della quotazione delle azioni di risparmio.
5. (*Segue:*) Revoca della quotazione delle azioni ordinarie. Sorte delle azioni di risparmio. La clausola statutaria di cui all'art. 145, 2° comma, 2ª frase, T.U.F.
6. (*Segue:*) I possibili contenuti della clausola. La questione del *de-listing*.
7. Emissione con sovrapprezzo.
8. Azioni di risparmio ed operazioni straordinarie.

Capitolo IV I privilegi di natura patrimoniale

1. La consistenza del privilegio: tipologie.
2. (*Segue:*) Varianti in materia di calcolo, di valenza cronologica e di ordine preferenziale dei privilegi.
3. Limiti generali individuabili in relazione ai privilegi.

Capitolo V I diritti amministrativi e quelli "misti"

1. Considerazioni generali sull'atteggiamento legislativo e dottrinale nei confronti dei diritti non patrimoniali.
2. Diritto di voto?
3. Diritto di partecipare all'assemblea e di chiederne la convocazione.
4. Diritto di opzione.
5. Diritti di denuncia al collegio sindacale e al tribunale. Diritto a promuovere l'azione di responsabilità della minoranza contro gli amministratori.
6. Diritto di ispezione dei libri sociali. Diritto di prendere visione del progetto di bilancio depositato.
7. Diritto di impugnare le deliberazioni assembleari invalide.
8. Diritto di recesso.

Capitolo VI
Il dibattito sulla natura societaria
del rapporto sottostante alle azioni di risparmio

1. Le opinioni formulate sotto la vigenza della l. n. 216 del 1974.
2. La discussione all'epoca del T.U.F. e dopo la Riforma del 2003.
3. L'azionista di risparmio come partecipante all'esercizio in comune dell'attività sociale.

Capitolo VII
Azioni di risparmio e azioni prive del diritto di voto

1. Dall'atipicità diagnosticata a quella conclamata.
2. Azioni di risparmio ed azioni senza voto *ex art. 2351 c.c.*

Capitolo VIII
La conversione delle azioni di risparmio

1. La conversione delle azioni. Generalizzazione dell'istituto e sue funzioni.
2. (*Segue:*) Tipologie di conversione e loro ammissibilità.
3. (*Segue:*) Estensione della conversione anticipata.
4. Conversione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio.
5. Conversione di azioni di risparmio in azioni di altra categoria.
6. Clausole di conversione.

PREMESSA

Il mio interesse per le azioni di risparmio è nato casualmente, come peraltro penso avvenga per la maggior parte degli interessi, sebbene molti divengano poi serissimi, grazie ad un incarico di redazione di un commento, accettato per amicizia, come peraltro avviene nella maggior parte di questi casi.

La presente non vuol essere una trattazione completa delle azioni di risparmio, ma la sottolineatura di alcuni aspetti ritenuti importanti, per arrivare poi a svolgere qualche riflessione sugli aspetti più problematici ed attuali dell'istituto. In particolare, si è cercato di appuntare l'attenzione su quello che può oggi essere chiamato l'"istituto" della conversione.

Per stabilire l'ordine di priorità nelle citazioni mi sono basato su questo criterio: se si trattava di corredare un'affermazione, ho inserito per primo colui che per primo mi risultava averla fatta, indicando in successione coloro che in seguito vi hanno aderito; se si trattava di un rinvio per maggiori dettagli su un certo tema, ho inserito gli studi più recenti e quelli che mi sembravano più importanti, anche se datati. Nel primo caso, non essendo sempre facile la ricostruzione del succedersi delle opinioni, potrei senz'altro aver commesso degli errori, di cui mi scuso in anticipo. Sempre nelle citazioni, per non costringere il lettore a lunghe ricerche all'indietro, ho ridotto l'uso dell'*op. cit.* ai casi in cui l'opera è indicata, anche se per abbreviazione, nelle note immediatamente precedenti e/o nella stessa pagina.

Grazie a mio padre per la lettura delle bozze, ma soprattutto per essere riuscito, in questa occasione, ad incoraggiarmi.

Nota per il lettore: da qui in avanti la numerazione delle pagine è “attendibile” ☺

**PARTE PRIMA:
LA DISCIPLINA E LA SUA FORMAZIONE**

CAPITOLO PRIMO

GIUSTIFICAZIONE DELL'ISTITUTO E SUE ORIGINI

SOMMARIO: 1. Azionisti imprenditori e azionisti risparmiatori. – 2. Primi progetti di azioni destinate ai “soci risparmiatori”. – 3. La disciplina delle azioni di risparmio introdotta con la l. n. 216 del 1974.

1. Azionisti imprenditori e azionisti risparmiatori.

In materia di società per azioni è frequente trovare, fra i cultori del diritto commerciale che sogliono supportare i loro discorsi con argomenti di carattere storico, il riferimento al cosiddetto “modello ottocentesco” o “democratico”. Esso, pur nell’inevitabile approssimazione che ogni schematizzazione comporta (ma d’altra parte un “modello” è approssimativo per definizione), prevede che in assemblea la maggioranza si formi di volta in volta, in relazione alla singola decisione da assumere e che ciò assicuri, appunto, una “democraticità” intesa come uguale valore al voto di ciascun socio, scontate soltanto le differenze legate alla diversa entità dell’investimento effettuato¹. Del fatto che tale modello abbia effettivamente trovato realizzazione nell’Ottocento si è anche dubitato²; potrebbe dirsi, per prudenza, che se non altro il secolo in questione è stato quello

¹ G. COTTINO, *Introduzione al Trattato*, in G. BONFANTE – G. COTTINO, *L'imprenditore*, in *Trattato di diritto commerciale* dir. da Cottino, vol. I, Cedam, Padova, 2001, p. 365.

² Ritiene che esso sia privo di riscontro storico e valido unicamente sul piano descrittivo, F. GALGANO, *Diritto commerciale*, 2. *Le società*, 18^a ediz., Zanichelli, Bologna, rist. aggiorn. 2013, p. 148.

in cui più diffusamente a tale realizzazione si è creduto, innescando una “mitologia” della società per azioni che dura ancor oggi. Ciò che per ora interessa sottolineare, in ogni caso, è che in una tale prospettiva, si pone come fondamentale il rispetto del principio denominato *one share, one vote*, ovvero un voto per ogni azione.

Non altrettanto esplicitato presso i giuristi è che, nell'Ottocento, la società per azioni era vista come portatrice di democrazia non solo sotto l'indicato profilo interno, ma *anche sotto quello esterno*, riferito cioè alla società intesa come collettività umana: l'investimento azionario avrebbe consentito a tutti i cittadini di prendere parte all'arricchimento collettivo comportato del “nuovo” modello societario, unito ai risultati del tutto inediti della rivoluzione industriale che, nel corso di quel secolo, si era estesa man mano dall'Inghilterra al resto dell'Europa³. Si profilava così una democrazia “economica” in cui ognuno, in proporzione alle proprie sostanze, avrebbe potuto realmente partecipare all'aumento collettivo del benessere. In tal modo si sarebbe determinato un meccanismo capace di coniugare democrazia e meritocrazia: esso, partendo dall'interno della società per azioni, con la scelta quali amministratori dei soggetti più capaci e meritevoli, da parte di maggioranze formatesi in occasione della singola decisione, si allargava man mano verso il mercato, in cui le società meglio amministrate – e quindi più meritevoli – venivano premiate dagli investitori i quali, dal canto loro, ricavano un maggiore o minore profitto in funzione dell'intelligenza dell'investimento effettuato.

Un meccanismo, in altri termini, di *distribuzione della ricchezza*, realizzato non coattivamente, “dall'alto”, ma attraverso le spontanee forze del sistema di mercato. Meccanismo distributivo visibilmente non egualitario, ma premiale. Comunque, *distributivo*.

³ A. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della “company” inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 633 ss., ora in T. ASCARELLI – A. MIGNOLI, *Lecture per un corso di diritto commerciale comparato*, a cura di G. B. Portale, Giuffrè, Milano, 2007, p. 220 s.

È ovviamente discorso troppo grande ed apicale quello sul perché questo ideale non si sia realizzato. Sia consentita soltanto una modesta illazione, nel senso che non vi è alcun motivo razionale per il quale esso non potesse realizzarsi; e dunque la spiegazione del fallimento giace probabilmente sul piano delle contingenze e/o dell'irrazionalità, ovvero della psicologia umana, territorio dal quale peraltro il diritto positivo, che non sia penale, si tiene per il momento ben alla larga.

Per restare al profilo del discorso puramente interno alle società azionarie, le loro assemblee sono dunque diventate in breve tempo un luogo di mera pubblicizzazione di decisioni già assunte in altra sede da maggioranze precostituite⁴. Ciò ha condotto al fenomeno, via via sempre più diffuso, dell'assenteismo dei soci di minoranza e quindi al parziale svuotamento, per un verso del significato della riunione assembleare – che in teoria dovrebbe servire a consentire la discussione e quindi l'eventuale mutamento di opinione da parte di alcuni –, per l'altro del contenuto giuridico del titolo azionario, nel quale i diritti cosiddetti “amministrativi” – *in primis* il voto – finivano per risultare del tutto o quasi inutilizzati da una parte consistente dell'azionariato. Quest'ultimo, secondo una distinzione nata in ambiente economico e poi accolta anche in quello giuridico, finì presto per suddividersi in due gruppi: da un lato gli “azionisti imprenditori”, cioè coloro che detengono le azioni per esercitare il controllo della società, magari in accordo con altri gruppi di soci, oppure per contendere il controllo a chi già lo possiede (e dunque “imprenditori” in quanto veri titolari dell'impresa sociale); dall'altro gli “azionisti risparmiatori”, ossia coloro che acquistano le azioni a mero titolo di investimento, disinteressandosi – anche per la frustrante situazione esposta poc'anzi – della vita sociale⁵.

⁴ T. ASCARELLI, *Introduzione (capp. I-V) al Corso di diritto commerciale*, 3^a ediz., 1962, ora in T. ASCARELLI – A. MIGNOLI, *Lecture*, cit., p. 142.

⁵ Dicotomia tratteggiata da A. A. BERLE JR. – G. C. MEANS, *Società per azioni e proprietà privata (The Modern Corporation and Private Property, 1932)*, trad. it. di G. M. Ughi, con introduz. di G. A. Brioschi, Einaudi, Torino, 1966, p. 320 ss. Nella letteratura italiana, soltanto a titolo

Uno dei modi con cui l'ordinamento può reagire a tale situazione di disparità è quello di prenderne atto e promuovere l'emissione di azioni che prescindano, in parte o totalmente dall'attribuzione del diritto di voto, compensando tale menomazione con un migliore trattamento sul fronte dei diritti patrimoniali, e in particolare del diritto agli utili e alla quota di liquidazione. Tali azioni appaiono destinate ai soci risparmiatori, ovvero sembrano essere "pensate" per rimediare ad una loro inevitabile situazione di inferiorità sul piano del potere, ma in realtà possono svolgere un'utile funzione anche per il gruppo di comando, in quanto consentono di raccogliere capitale senza rischiare concorrenze sul piano decisionale⁶.

Si è detto «uno dei modi» perché è stato chiarito in dottrina che questo non è certo l'unico: ponendosi in una prospettiva ascarelliana (su cui v. *infra*), De Acutis ne ha ripreso gli argomenti di fondo, osservando come il riequilibrio dei poteri

esemplificativo: G. FERRI, *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 185; F. GALGANO, *Diritto commerciale*, 2. *Le società*, cit., p. 150. Anche questa distinzione è, ovviamente, convenzionale ed approssimativa, come in dottrina non si è mancato di far notare: R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, Giuffrè, Milano, 1978, p. 32 (riprendendo un rilievo di A. Pavone La Rosa); M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Giuffrè, Milano, 1981, p. 34. Quest'ultimo Autore osserva che possono esservi per un verso azionisti di minoranza interessati purtuttavia ad acquisire il controllo della società, e in questo senso definibili come "imprenditori", o almeno aspiranti tali, e per l'altro azionisti "risparmiatori" non estranei alla maggioranza. Inoltre, come ha sottolineato P. SPADA (*Le azioni di risparmio*, in *Primo commento alla legge 7 giugno 1974, n. 216*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, p. 599), vi sono anche gli azionisti "speculatori", che acquistano i titoli non propriamente per investire i loro risparmi, ma per rivenderli a breve scadenza e lucrare sulla differenza di prezzo. Resta il fatto che la distinzione è considerata «una fondamentale categoria conoscitiva della società per azioni» (F. GALGANO, *op. cit.*, p. 151).

⁶ Eloquente in tal senso N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, in *Digesto IV, Discipline privatistiche, Sezione commerciale*, Aggiornamento *, Utet, Torino, 2000, p. 51: le azioni di risparmio (ma più in generale – può dirsi – le azioni prive di voto) da un lato permettono ai soci imprenditori «di riequilibrare la struttura finanziaria della società da essi controllata senza comprometterne gli interni assetti di potere», dall'altro garantiscono ai soci risparmiatori «un'adeguata tutela delle loro aspettative reddituali».

interni alla società per azioni può essere considerata il necessario risvolto della più generale esigenza di riequilibrio dei poteri economici all'*esterno* della società stessa, ovvero sul terreno della lotta ai monopoli, vero ostacolo alla concorrenza e quindi al libero mercato⁷. In tale ottica, il perseguire, da parte del legislatore, la “tutela dei risparmiatori”, può essere visto in senso positivo come un meritorio obiettivo, ma anche in senso negativo come la rinuncia a prospettive di riforma di più ampio respiro⁸. Valutando le cose in questa chiave, assume valore l'argomento – pur portato all'interno di una diversa proposta – secondo cui la privazione del voto di interi settori dell'azionariato, lungi dal “riequilibrare” le forze a vantaggio della società nel suo insieme, accentua ancor più le disparità e relega i soci di minoranza in uno spazio senza uscita⁹. Al contrario, proprio per la protezione delle minoranze contro gli abusi del gruppo di comando si rivelerebbe indispensabile il mantenimento del principio un'azione–un voto¹⁰.

D'altra parte, il tema di cui qui ci si occupa non è quello legato alla prospettiva appena indicata, ma, appunto, quello del “compromesso” rappresentato dal titolo a voto limitato.

2. Primi progetti di azioni destinate ai “soci risparmiatori”.

Azioni prive del diritto di voto compaiono nella prassi degli Stati Uniti d'America già nella prima metà del 1800, come

⁷ M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 3 ss. Sottolinea l'impegno di Ascarelli nel contrasto ai monopoli R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, cit., p. 1 ss., rilevando peraltro la difficoltà dell'impegno che il grande giurista si proponeva, di fronte ad una realtà profondamente radicata nel nostro Paese (*ivi*, pp. 8, 13). Va notato che, quando questo Autori scrivono, non è ancora stata emanata la legge “antitrust” (l. 10 ottobre 1990, n. 287); peraltro – e questo può apparire per certi versi sconcertante –, non è che le loro osservazioni, 25 anni dopo l'emanazione di tale legge, abbiano perso di attualità.

⁸ M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 4.

⁹ G. OPPO, *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 369 ss.

¹⁰ *Ibidem*.

*no-voting stocks*¹¹; profilo percepito come diverso, e non necessariamente collegato, è quello della presenza di privilegi (*preferred stocks*), per il cui primato temporale la dottrina fa riferimento ad un caso giurisprudenziale del 1880¹². In Gran Bretagna, dopo un iniziale periodo in cui la privazione del voto era vista come contraria al principio di parità fra gli azionisti, il *Companies Clauses Act* del 1845 permette alle società una libera disciplina del diritto di voto, consentendo di conseguenza la previsione di azioni che non ne dispongono¹³.

Il progetto D'Amelio di riforma del Codice di commercio¹⁴, per contrastare la prassi delle azioni a voto plurimo, prevedeva l'introduzione delle azioni a voto limitato, con giustificazioni che anticipano quelle in seguito utilizzate per le azioni di risparmio; sul versante dell'utilità per gli azionisti risparmiatori, si rilevava che:

«sta del resto già il fatto che una grande massa flottante dei titoli azionari è nelle mani di persone, che non si preoccupano affatto di frequentare le assemblee, che sono azionisti con l'animo di obbligazionisti, e a cui interessa non il diritto di voto, ma solo il diritto al dividendo e la possibilità di realizzare una differenza nelle quotazioni di borsa. Nessun grave turbamento si apporterebbe forse nella facilità di collocamento di queste azioni, anche se queste risultassero prive fin dall'origine del diritto di voto»¹⁵.

Per quanto riguarda invece l'altro versante, quello dell'utilità per il gruppo di comando, con grande serenità, og-

¹¹ C. COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1984, p. 31; P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto. Prassi statutaria e profili di diritto comparato*, Egea, Milano, 1992, p. 4 in nota 1.

¹² C. COSTA, *op. loc. cit.*

¹³ C. COSTA, *op. cit.*, p. 36; P. BALZARINI, *op. loc. cit.*

¹⁴ COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI, *Sottocommissione B, Codice di commercio, I. Progetto*, Roma, 1925.

¹⁵ COMMISSIONE REALE PER LA RIFORMA DEI CODICI, *Sottocommissione B, Codice di commercio, II. Relazione sul Progetto*, Roma, 1925, p. 79. Il passo è citato anche da M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 30 in nota 147.

gi apprezzata dalla dottrina¹⁶, si osservava che con le azioni a voto limitato si ottengono

« (...) tutti gli scopi che si propongono i sostenitori delle azioni a voto plurimo e nello stesso tempo si ha il vantaggio di mettere nelle mani di coloro, che si vogliono esclusi da ogni ingerenza nell'amministrazione della società, un titolo sincero, che si fa riconoscere per quello che è e non può creare inganni, *né servire a manovre di scalata*»¹⁷.

Le azioni a voto limitato (art. 170 del Progetto) attribuivano ai portatori tale diritto nella sola assemblea straordinaria e soltanto per le decisioni ritenute più rilevanti; dal punto di vista dei diritti patrimoniali, riconoscevano un dividendo privilegiato del 5%, una possibilità di cumulo in caso di mancato suo pagamento, il diritto di essere preferite alle altre azioni per l'intero valore nominale in caso di rimborso del capitale.

Un successivo progetto Vivante del 1934 contemplava azioni senza diritto di voto e privilegiate. Per le prime, le giustificazioni adottate erano analoghe a quelle appena viste, con l'aggiungersi – spiegato anche dall'epoca – di una funzione protezionistica che consentiva l'afflusso di capitale straniero senza ingerenze nella direzione delle società italiane¹⁸.

L'*Aktiengesetz* tedesco del 1937 introduce, per la prima volta in quel Paese, azioni privilegiate nella ripartizione degli

¹⁶ M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 32 (ove la citazione dello stesso brano qui riprodotto). D'altra parte è l'ipocrisia lo stigma principale ed autentico della contemporaneità: il Codice di commercio non si faceva alcuno scrupolo di dichiarare che sono atti di commercio «le compre e le rivendite di beni immobili, quando siano fatte *a scopo di speculazione commerciale*» (art. 3). Non vi dovrebbe essere infatti nulla di scandaloso nel fatto che, in un sistema capitalistico, il commerciante si dedichi alla speculazione. E invece nel Codice del 1942 egli diventa "imprenditore", ed esercita professionalmente un'attività economica «*al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi*» (art. 2082 c.c.). Come dire: "*l'art pour l'art*".

¹⁷ COMMISSIONE REALE, II. *Relazione sul Progetto*, cit, loc. cit.

¹⁸ Ha individuato questa componente P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 3 in nota 1.

utili e nella divisione dell'attivo di liquidazione, ma prive del diritto di voto (*Vorzugsaktien ohne Stimmrecht*)¹⁹.

Il Codice civile del 1942, come è noto, prevedeva all'art. 2351, 2° comma, le azioni privilegiate, le quali potevano avere il voto limitato alle sole assemblee straordinarie; si precisava che l'ammontare complessivo delle azioni con voto limitato (a conferma del fatto che tale *deminutio* era solo eventuale) non poteva superare la metà del capitale sociale. Le uniche azioni contemplate che potessero essere private completamente del diritto di voto erano le azioni di godimento (tuttora esistenti: art. 2353), le quali peraltro rappresentano un caso del tutto particolare, in quanto a fronte di esse non vi è (non vi è più) un conferimento imputato a capitale. Erano (e restano) espressamente vietate le azioni a voto plurimo (art. 2351, 3° comma).

Dopo la Liberazione e l'entrata in vigore della Costituzione, si apre in Italia il dibattito sulla riforma della società per azioni, principale strumento giuridico della grande impresa e dunque protagonista della vita economica.

Il primo progetto di rilievo è quello messo a punto da Ascarelli e concretatosi in due proposte di legge, del 1956 e del 1958²⁰. Come accennato in precedenza, nella visione di Ascarelli il tema centrale è rappresentato dal contrasto ai monopoli e la democrazia interna alla società per azioni è vista come la necessaria premessa di una più ampia democrazia esterna del mercato²¹. La sua proposta esprime una visione coerente e complessiva del sistema, i cui punti cardine risiedono nel contenimento dei gruppi di potere, sia all'interno della società (limiti alle deleghe di voto), sia all'esterno (regolazione dei gruppi, divieto di

¹⁹ F. GALGANO, *op. loc. cit.*; C. COSTA, *Il rappresentante comune*, cit., p. 37 ss.

²⁰ Il Progetto Ascarelli è pubblicato in *Riv. soc.*, 1956, p. 599 ss. Le proposte di legge sono riprodotte in *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, a cura di S. Scotti Camuzzi, Giuffrè, Milano, 1966, p. 255 ss.

²¹ Esprime particolare apprezzamento per la prospettiva ascarelliana M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 3 ss.; parimenti, ma rilevandone alcune intrinseche contraddizioni, R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, cit., pp. 3 ss., 8 ss., 15.

partecipazioni incrociate, pubblicizzazione dei bilanci)²². Un aspetto ritenuto particolarmente importante risiede nella previsione di un'azione di responsabilità verso gli amministratori esercitata dalla minoranza degli azionisti, individuata nella percentuale del 10% del capitale²³. In tale quadro, non vi è spazio per previsioni riguardanti azioni prive di voto.

Per trovare la tipologia azionaria che qui interessa occorre andare al progetto elaborato dalla Commissione presieduta da Francesco Santoro Passarelli, istituita dal ministero dell'industria e del commercio nel 1959²⁴. La Commissione opera con riferimento non alla società per azioni genericamente intesa, ma a quella quotata in borsa, identificandola con la società operante sul pubblico risparmio²⁵. La sua prospettiva è, anche da un punto di vista più generale, meno sorretta da una visione globale e più centrata sui profili tecnici. Ciò è stato in seguito valutato da un lato come un limite di fondo²⁶, dall'altro come un pregio legato ad un maggiore realismo²⁷.

Dai lavori della Commissione inizia a delinarsi il concetto di tutela del risparmio, ovvero dell'azionista risparmiatore, senza che fra i due concetti si sia ancora stabilita la necessaria distanza²⁸. A tale scopo si propone l'introduzione, accanto alle azioni a voto limitato, di quelle del tutto prive del voto che, in una ver-

²² V. il suo articolo (T. ASCARELLI,) *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 3 ss., che inaugura una rivista divenuta poi centrale nel panorama giuscommercialistico.

²³ V. SANTORO, *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma della società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1976, I, p. 874.

²⁴ La *Relazione della Commissione ministeriale di studio sulla Riforma delle società per azioni* è pubblicata in *Riv. soc.*, 1964, p. 431 ss. e in *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, cit., p. 32 s.

²⁵ Pone in rilievo l'imprecisione insita in tale visione, peraltro giustificabile per l'epoca ancora acerba del dibattito, M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 7 in nota 30.

²⁶ M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 7 ss.

²⁷ P. MARCHETTI, *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, in *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, a cura di F. Barca, Donzelli, Roma, 3^a rist. 2010, p. 479.

²⁸ V. la critica di G. OPPO, *Prospettive di riforma*, cit., p. 374 s. e di M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 8 in nota 34.

sione più rigida della proposta, sostenuta da Giuseppe Ferri, dovrebbero essere presenti in un rapporto rigido e predeterminato rispetto a quelle con voto; tale aspetto non riceve tuttavia il sostegno della maggioranza della Commissione, che propende per una presenza facoltativa delle azioni senza voto. Aspetto forse più rilevante, si prevede l'istituzione di un controllo pubblico sulle società quotate, esercitato da un organo di vigilanza esterno.

Una minoranza, ma assai autorevole, della Commissione, le cui opinioni sono riportate nella Relazione finale presentata nel 1961, si oppone con decisione alle azioni senza voto (tanto più qualora le si fosse intese come necessariamente presenti)²⁹, anche se è stata in seguito avanzata l'illazione che tale posizione mascheri in realtà una contrarietà all'istituzione del controllo pubblico, in aggiunta a quello meramente interno previsto dall'originario sistema del Codice³⁰.

I lavori della Commissione Santoro Passatelli non si traducono, a differenza del progetto ascarelliano, in una proposta legislativa, ed altrettanto avviene per quelli della successiva Commissione presieduta da Alfredo De Gregorio, istituita nel 1964 e i cui lavori culminano nel Progetto del 1965³¹.

La Commissione De Gregorio è legata al programma del primo governo di centrosinistra del dopoguerra (1963), che si propone la riforma della società per azioni all'interno di un suo progetto riformista più generale. Il programma governativo suggerisce alla Commissione alcune linee basilari di indirizzo, in primo luogo la tutela dell'azionista risparmiatore ed inoltre la collocazione dell'operato delle società per azioni nel quadro

²⁹ G. OPPO, *Prospettive di riforma*, cit., p. 367, il quale riteneva che un largo utilizzo delle azioni senza voto avrebbe impedito anche un minimo di ricambio dei gruppi di comando (la critica è oggi giudicata positivamente da R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, cit., p. 15 in nota 37). Oppo considerava negativamente anche l'ipotesi di una conversione "forzosa" delle azioni, in quanto contraria al principio costituzionale di uguaglianza (*op. cit.*, p. 368).

³⁰ M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 10, testo e nota 45.

³¹ Lo *Schema di disegno di legge concernente la riforma della disciplina delle società commerciali*, assieme alla *Relazione*, è pubblicato in *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, cit., p. 51 ss.

della programmazione economica, un'aspirazione fondamentale della sinistra di quegli anni, legata all'idea – o all'illusione – di poter contemperare gli interessi dell'industria privata con programmi economici quinquennali messi a punto dal governo nel pubblico interesse³².

Per quanto più direttamente ci riguarda, il progetto De Gregorio prevedeva l'istituzione dell'organo pubblico di vigilanza, insediato presso la Banca d'Italia, e l'introduzione delle azioni senza voto, denominate "azioni di risparmio".

Non viene tuttavia accolta nel Progetto la proposta di alcuni commissari di prevedere una libera convertibilità di tali azioni in ordinarie³³. Il privilegio ad esse riconosciuto è, dal punto di vista della remunerazione, di almeno il 5% della quota di capitale versato ad esse corrispondente e delle riserve iscritte in bilancio³⁴, con diritto di recupero per la durata di tre esercizi. Esse sono inoltre privilegiate nell'eventualità di una riduzione del capitale per perdite, nonché nel rimborso del capitale in sede di liquidazione.

Il Progetto De Gregorio non si concretizza in una proposta di legge e viene rivisto nel 1967 da un comitato ministeriale, dando origine al cosiddetto Progetto De Gennaro-Visentini³⁵.

³² Sottolinea questo aspetto, dando conto del progressivo esautoramento degli intenti relativi alla programmazione, M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 13 ss. Anche V. SANTORO, *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma*, cit., p. 881 s., osserva come, di due possibili interpretazioni della programmazione, una più piena e l'altra più blanda, il Progetto si orienta verso quest'ultima; in particolare, viene abbandonata la norma sull'azione di responsabilità esercitata dalla minoranza. Sulla programmazione in Italia, v. ora A. CRESCENZI, *I documenti di programmazione. Una lettura della politica economica in Italia dal Piano Marshall al DPEF 2008-2011*, LUISS University Press, Roma, 2007.

³³ G. AULETTA e M. GIANNOTTA, *Osservazioni al Progetto De Gregorio*, in *La riforma delle società di capitali in Italia: progetti e documenti*, cit., p. 171. La circostanza è sottolineata da M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 18.

³⁴ Tale modalità di parametrizzazione avrebbe consentito di evitare problemi di erosione del privilegio determinati dal rapportarlo – come poi si fece nella legge n. 216 del 1974 – al valore nominale dell'azione (*infra*, cap. III, par. 7).

³⁵ Pubblicato in *Riv. soc.*, 1967, p. 370 ss. come *Schema di disegno di legge concernente la riforma della disciplina delle società commerciali*. La *Relazione* è pubblicata *ivi*, p. 353 ss.

Quest'ultimo per un verso contempla l'introduzione delle società di revisione, il ricorso alle quali è previsto come obbligatorio per le società quotate, per l'altro segna il definitivo abbandono di una prospettiva legata alla programmazione³⁶. Si rileva inoltre che i poteri di intervento dell'organo di vigilanza vengono ridimensionati, poiché da preventivi e di possibile intervento nelle decisioni sociali, com'erano nel Progetto De Gregorio, si riducono fino a fare di tale organo un semplice destinatario di informazioni da rimandare poi al mercato³⁷.

Trascorre un periodo di 5 anni prima che sia presentato un nuovo disegno, la Proposta di legge Lombardi (o "Proposta socialista")³⁸, la cui impostazione è stata giudicata intermedia fra quella di Ascarelli e quella del Progetto De Gregorio, in quanto in essa si affidano gli stessi poteri di controllo sia alle minoranze (qualificate), in base alla filosofia del primo, sia all'organo di controllo, in base a quella del secondo³⁹. La crisi del governo di centro-sinistra conduce nello stesso anno 1972 alle elezioni anticipate e alla conseguente caduta del Progetto.

L'anno seguente, in un clima mutato, viene presentato il Progetto Marchetti⁴⁰, che sembra trarre origine da quello De Genaro – Visentini, accentuandone però il distacco, almeno a livello della consapevolezza degli estensori, dagli obiettivi della programmazione⁴¹. Gli organi di controllo sono rappresentati dalle società di revisione e da una Commissione per le società e la Borsa le quali vengono inquadrare in una prospettiva di vigilanza più nettamente privatistica. Non a caso ricompaiono, rispetto alla Proposta Lombardi, le azioni di risparmio.

L'attesa riforma si concretizza infine l'anno seguente, in un

³⁶ V. SANTORO, *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma*, cit., p. 883.

³⁷ *Ivi*, p. 882.

³⁸ *La riforma della disciplina della società per azioni in una proposta di legge di iniziativa parlamentare*, pubblicata a cura di P. G. Marchetti in *Riv. soc.*, 1972, p. 713 ss.

³⁹ V. SANTORO, *op. cit.*, p. 883 s.

⁴⁰ *Schema di disegno di legge contenente norme modificative della disciplina delle società per azioni. Relazione e testo*, pubblicato in *Riv. soc.*, 1973, p. 270 ss.

⁴¹ V. SANTORO, *op. cit.*, p. 885.

modo apparentemente paradossale, data la lunga gestazione, e cioè mediante un decreto legge, ovvero come un “caso straordinario di necessità e d’urgenza”.

Il decreto è dell’8 aprile 1974, n. 95 e provoca, per la sua conversione in legge, un dibattito parlamentare particolarmente vivace, soprattutto per quanto riguarda l’introduzione del controllo pubblico sulle società quotate, visto da alcuni con notevole preoccupazione, cosa che a posteriori non può non suscitare una certa meraviglia, dato anche il fatto che ad esempio, negli U.S.A., la S.E.C. (*Securities and Exchange Commission*) è attiva dal 1934.

La versione originaria del decreto non prevede le azioni di risparmio, che vengono inserite, assieme ad altri significativi istituti, in sede di conversione, cosa che ha fatto parlare alcuni di una vera e propria nuova riforma, surrettiziamente introdotta con l’apparenza della conversione del decreto nella legge 7 giugno 1974, n. 216⁴².

In Francia le azioni senza voto giungono dopo quelle di risparmio italiane, con la *loi n. 78-741 du 13 juillet 1978*, che si ispira, per la disciplina delle *actions à dividende prioritaire sans droit de vote*, proprio alla nostra legge n. 216⁴³, collegando dunque la privazione del voto alla presenza di un privilegio.

3. La disciplina delle azioni di risparmio introdotta con la l. n. 216 del 1974.

Le azioni di risparmio sono disciplinate agli artt. 14-16⁴⁴ della legge n. 216 del 1974, ed è essa stessa ad attribuire loro tale denominazione, precisando che deve essere indicata sul titolo assieme alle altre indicazioni prescritte dall’art. 2354 c.c. (art. 14, 1°

⁴² U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976, I, p. 799.

⁴³ C. COSTA, *Il rappresentante comune*, cit., p. 45, testo e nota 112.

⁴⁴ Si preferisce qui usare l’indicazione semplificata degli articoli della l. n. 216 (1, 2, 3, ecc.), piuttosto che quella, pur più rigorosa, che tiene conto del fatto che l’articolo 1 di tale legge sancisce la conversione di tutti gli articoli del decreto n. 95, e pertanto l’art. 1 di quest’ultimo diventerebbe l’art. 1/1 della l. 216, l’art. 2 diventerebbe l’art. 1/2, e così via, per cui l’art. 14 sarebbe l’1/14, il 15 l’1/15 e il 16 l’1/16.

c.). L'adempimento di tale obbligo informativo è assistito da una specifica sanzione pecuniaria a carico degli amministratori in caso di sua violazione (art. 14, u. c., 2^a frase).

L'emissione di queste azioni è riservata alle «*società le cui azioni ordinarie sono quotate in borsa*» ed è subito introdotto un limite quantitativo: esse, in concorso con quelle a voto limitato di cui all'art. 2351 (vecchio testo) c.c., non possono superare «*la metà del capitale sociale*» (sempre art. 14, 1° c.)⁴⁵. Le azioni a voto limitato, cui la norma si riferisce, sono le «azioni privilegiate», nella loro versione ante-Riforma del 2003, cui si è accennato in precedenza (par. 2). Lo stesso comma appena menzionato già stabiliva, nella sua ultima frase, che le azioni «*con voto limitato*» non potevano superare la metà del capitale sociale: in questo senso, la norma della l. 216/1974 si può considerare una riproposizione della regola, mirante a precisare che la legge speciale, con cui si introducono le nuove azioni a voto (non solo limitato, ma) escluso, non intende derogare al principio codicistico.

Le azioni di risparmio possono essere emesse sia mediante un apposito aumento di capitale che mediante conversione di altre azioni, «*ordinarie o di altra categoria*», conversione di cui l'assemblea straordinaria è demandata a fissare «*le condizioni e il periodo e le modalità di esercizio*» (art. 14, 2° c.).

A proposito del loro contenuto in termini di diritti, la legge stabilisce che sono «*prive del diritto di voto*» (art. 14, 1° c.) e che altresì «*non hanno il diritto di intervenire nelle assemblee della società né quello di richiederne la convocazione*» (art. 14, 5° c.)⁴⁶.

Per contro, esse sono «*privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale*» (art. 14, 1° c.) e la misura di que-

⁴⁵ Vengono stabilite regole prudenziali affinché tale rapporto sia mantenuto: v. oltre.

⁴⁶ Di conseguenza, lo stesso comma precisa che della parte di capitale rappresentata dalle azioni di risparmio non si tiene conto per il raggiungimento dei *quorum* assembleari.

sto privilegio è precisata nel successivo art. 15: qualora l'attività sociale abbia prodotto un utile d'esercizio, dedotta soltanto la riserva legale, le azioni di risparmio hanno diritto a prelevare da esso il 5% del loro valore nominale (art. 15, 1° c.); inoltre, se residuano utili e se l'assemblea ne delibera la distribuzione, tali azioni vi concorrono con una maggiorazione del 2% del loro valore nominale rispetto alle ordinarie (art. 15, 2° c.). L'atto costitutivo può incrementare ulteriormente entrambi i privilegi appena indicati (art. 15, 3° c.).

Se poi in un esercizio gli utili non siano sufficienti a garantire il privilegio del 5% (o quello maggiore indicato in statuto), si prevede un diritto al recupero della differenza nei due esercizi successivi (art. 15, 4° c.).

Il privilegio di cui al 1° comma dell'art. 15 comporta che la distribuzione dell'utile ivi previsto non è sottoposta – come quella degli utili delle azioni ordinarie e come pure quello di cui si tratta al successivo 2° comma – al preventivo *placet assembleare*⁴⁷. Ci si può domandare in proposito se, nonostante il fatto che la legge lo qualifichi come un “*dividendo privilegiato*” (2° c., cit.), si possa parlare in casi come questo di “dividendo” in senso tecnico, o se piuttosto non si tratti di una fattispecie intermedia fra l'interesse e l'utile, avendo del primo la misura fissa e il pagamento dovuto, del secondo il fatto di essere condizionato dal fatto che l'esercizio sia in attivo.

Le azioni di risparmio sono altresì dotate di privilegi per quanto riguarda il loro valore capitale: in sede di liquidazione, esse sono preferite alle altre per l'intero loro valore nominale (art. 15, 6° c.), e in caso di riduzione per perdite tale valore viene intaccato soltanto dopo l'esaurimento di quello «*complessivo delle altre azioni*» (art. 15, 7° c.)⁴⁸.

⁴⁷ M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 68 [lo si deduce dal fatto che l'art. 15, 1° c., recitava che «gli utili (...) *devono* essere distribuiti alle azioni di risparmio» (corsivo aggiunto)].

⁴⁸ Il legislatore tiene conto del fatto che questa diversa responsabilità per perdite può determinare uno squilibrio nel rapporto quantitativo massimo di 1:1 fissato fra azioni senza voto (o a voto limitato) e azioni a voto pieno, ed impone perciò l'obbligo di ristabilirlo entro due anni (art. 15, 8° c.) comminando, in mancanza, la sanzione dello scioglimento (9° c.); del

Ad esse è espressamente attribuito il diritto di opzione sull'emissione di altre azioni di risparmio «*e in mancanza, o per la differenza*», di azioni ordinarie (art. 14, u. c.).

È importante la norma secondo cui, per tutto quanto non espressamente stabilito dalle altre fin qui illustrate, «*le azioni di risparmio (...) attribuiscono gli stessi diritti delle azioni ordinarie*» (art. 14, 4° c.). In particolare, il 5° comma dell'art. 15 ha cura di precisare che «*in caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni*».

Oltre agli appena riepilogati privilegi, una delle caratteristiche salienti delle nuove azioni è quella di poter essere emesse al portatore (art. 14, 3° c.), derogando così al principio di nominatività obbligatoria stabilito dal r.d.l. 25 ottobre 1941, n. 1148, convertito nella l. 9 febbraio 1942, n. 96. In più, lo stesso 3° comma concede un'ammissione di diritto alla quotazione nella borsa in cui sono già quotate le azioni ordinarie dell'emittente. La nominatività obbligatoria è tuttavia riproposta dall'art. 17, 2° comma, con riferimento a tutte le azioni possedute da amministratori, sindaci e direttori generali, i quali perciò, se entrati in possesso di azioni di risparmio al portatore, dovranno provvedere ad una loro conversione (art. 17, 3° c.).

La legge 216 istituisce altresì una piccola organizzazione degli azionisti di risparmio, ad imitazione di quella prevista dal Codice civile per gli obbligazionisti: si prevede un'assemblea speciale dotata di specifiche competenze, fra le quali spiccano «*l'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria*» e la nomina (o revoca) di un «rappresentante comune degli azionisti di risparmio» (art. 16, 1° c.). L'assemblea si configura quindi come un'applicazione specifica di quella prevista in via generale dall'art. 2376 c.c. per tutte le categorie di azioni. Essa è convocata dagli amministratori della società o dal rappresentante comune, di propria iniziativa o

pari, stabilisce che, più in generale, le decisioni riguardanti riduzioni e «reintegrazioni» del capitale debbano sempre rispettare tale limite (10° c.).

su richiesta dei soci che rappresentano 1/20 del complessivo capitale formato dalle azioni di risparmio (art. 16, 2° c.).

La figura del rappresentante comune è nuova per quanto riguarda i titoli azionari: suo compito è tutelare gli interessi della categoria ed eseguire le delibere dell'assemblea speciale (art. 16, 4° c.); la legge gli estende la disciplina prevista dall'art. 2417 c.c. (vecchio testo) per il rappresentante comune degli obbligazionisti (art. 16, 3° c.). Così egli: può essere o non essere azionista di risparmio; può essere nominato – nell'inerzia dell'assemblea speciale – dal Presidente del Tribunale su richiesta di un azionista di risparmio o degli amministratori; non può essere uno degli amministratori (né un loro coniuge, parente o affine entro il 4° grado), dei sindaci o dei dipendenti della società (o dipendente di una controllata); deve sottostare alle stesse cause di ineleggibilità e decadenza previste per gli amministratori dall'art. 2382 c.c.; dura in carica un triennio ed è rieleggibile; vede il suo compenso fissato dall'assemblea speciale; deve iscrivere la sua nomina nel registro delle imprese entro 30 giorni (art. 2417 c.c., vecchio testo, adattato).

Al rappresentante sono attribuiti il diritto di esaminare il libro dei soci e quello delle adunanze e deliberazioni dell'*assemblea generale* e di averne copia (in pratica, gli stessi diritti di controllo del socio di società per azioni), quello di partecipare all'assemblea stessa e, cosa di maggior rilievo, quello di impugnarne le deliberazioni invalide (art. 16, 5° c.).

L'assemblea speciale degli azionisti di risparmio istituisce un fondo spese per la copertura dei costi dell'attività svolta dal rappresentante comune, fondo del quale è reso obbligatorio un rendiconto (art. 16, 1° e 6° c.).

CAPITOLO SECONDO

LA DISCIPLINA VIGENTE: LE NORME DEL T.U.F.

SOMMARIO: 1. Le norme sulle azioni di risparmio contenute nel T.U.F.: emissione. – 2. (*Segue:*) I privilegi attribuibili. – 3. (*Segue:*) Gli altri diritti: voto, diritti in caso di esclusione dalla quotazione, opzione. – 4. (*Segue:*) L'incidenza delle azioni di risparmio sui *quorum* assembleari e su altre percentuali rilevanti di possesso azionario. – 5. (*Segue:*) L'assemblea speciale degli azionisti di risparmio. – 6. (*Segue:*) Il rappresentante comune. – 7. (*Segue:*) Estensioni di disciplina: a) dal T.u.f. alle azioni di risparmio preesistenti; b) dalle azioni di risparmio a tutte le azioni di categoria quotate.

1. Le norme sulle azioni di risparmio contenute nel T.U.F.: emissione.

L'emanazione del Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.F., d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58) ha segnato un passaggio importante nella nostra evoluzione legislativa, non soltanto per il settore ad esso più strettamente legato.

In tale quadro, il legislatore ha non solo incluso, ma ridisciplinato le azioni di risparmio, agli articoli da 145 a 147 T.U.F.

Viene confermata la legittimazione ad emettere queste azioni in capo alle società con azioni ordinarie quotate, ma si estende il luogo della quotazione dalla "borsa" ai «*mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea*» (art. 145, 1° c.)¹. Tale

¹ Nella nozione potrà perciò oggi rientrare, ad esempio, il mercato AIM (*Alternative Investment Market*) destinato alle piccole e medie imprese.

formula, se non pone problemi per i mercati italiani², ne può porre per quelli di Stati stranieri, essendosi discusso se debbano ritenersi ricompresi, in senso estensivo, tutti i mercati riconosciuti ai sensi dell'art. 67 T.U.F., e quindi anche quelli di Paesi non appartenenti alla U.E., ma aderenti ad esempio al Trattato sullo Spazio Economico Europeo³, oppure, in un senso più letterale, solo quelli che fanno parte dell'Unione⁴. Non è più stabilito che le nuove azioni sono ammesse di diritto alla quotazione nel mercato in cui sono già quotate le ordinarie (v. il vecchio 3° c., 2^a frase, dell'art. 14, l. n. 216/1974)⁵.

Riconfermata è pure la denominazione di “azioni di risparmio” e il fatto che debba essere espressa ed aggiungersi alle indicazioni di cui all'art. 2354 c.c. (art. 145, 3° c.)⁶; ancora, le azioni

La dizione della vecchia l. n. 216 non consentiva che si ritenessero legittimate le società quotate al mercato ristretto (G. MINERVINI, *Sull'applicabilità alle società ammesse al mercato ristretto della disciplina relativa alle società quotate in borsa*, in *Banca borsa*, 1982, I, p. 887; P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 12 in nota 23); quella del T.U.F., invece, ricomprendeva tale mercato (N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 64), finché vi è stato.

² La dottrina precisa che il mercato deve essere autorizzato dalla Consob ed iscritto nell'apposito elenco, in base rispettivamente ai commi 1° e 2° dell'art. 63 T.U.F. [R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, in *Testo Unico della finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario* dir. da G. F. Campobasso, vol. II. *Emittenti*, Utet, Torino, 2002, p. 1174; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, in *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni* a cura di F. Vella, t. 2, Giappichelli, Torino, 2012, p. 1538 in nota 11].

³ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, ne *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998, p. 765 s. (l'Autore mantiene fermo comunque il fatto che debba trattarsi di mercati riconosciuti, non essendo sufficiente l'appartenenza dello Stato alla U.E.).

⁴ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, ne *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario* a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, tomo II, Giuffrè, Milano, 1999, p. 1536; S. DE VITIS, *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Giappichelli, Torino, 1999, p. 993; N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 65 in nota 93.

⁵ Sul punto, v. *infra*, cap. III, par. 4.

⁶ Non vi è più l'ammenda prevista a carico degli amministratori dalla l. n. 216/1974 per il caso di mancata indicazione del nome (v. *supra*); la

possono sempre essere emesse al portatore (e facendo sempre salvo il disposto dell'art. 2355, 2° c., c.c., richiamato poi modificato con riferimento all'art. 2354, 2° c., data la riorganizzazione operata con la Riforma del 2003⁷), e tuttavia – eccezione anch'essa ribadita in quanto già presente nella l. n. 216/1974 – devono essere necessariamente nominative quelle appartenenti agli amministratori, sindaci e direttori generali, sottintendendo ovviamente “della società emittente”, (sempre art. 145, 3° c.)⁸. In dottrina si è precisato che in tale valutazione di appartenenza si dovrebbe tener conto anche dei fenomeni di possesso indiretto⁹.

È ripetuta anche la norma secondo cui le azioni possono essere emesse sia in sede di aumento di capitale, sia in sede di conversione di altre azioni, e che tale diritto è attribuito con delibera di assemblea straordinaria, essendo invece sparita la precisazione per cui la stessa assemblea ne determinava i contenuti¹⁰.

Il 4° comma dell'art. 145, nella sua versione originale, ribadendo il limite quantitativo già presente nella l. n. 216/1974, stabiliva che il valore nominale complessivo delle azioni di risparmio e di quelle a voto limitato *ex art. 2351 c.c.* (vecchio testo) non dovesse superare la metà del capitale sociale. Tuttavia

dottrina ritiene che all'ipotesi debba quindi ora applicarsi l'art. 2633 c.c. (M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1610; N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 68).

⁷ Con la Riforma delle società di capitali e cooperative del 2003 (d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6), la norma che si trovava al 2° comma dell'art. 2355 («*le azioni non possono essere al portatore, finché non siano interamente liberate*») è stata spostata al 2° comma dell'articolo precedente, il 2354, e più correttamente formulata («*finché le azioni non siano interamente liberate, non possono essere emessi titoli al portatore*»).

⁸ La *ratio* della limitazione è stata individuata nell'esigenza di «rendere previamente trasparenti (...) eventuali influenze [di tali soggetti] sull'assemblea degli azionisti di risparmio» (M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 765). Il precetto è stato peraltro ritenuto non più giustificato, alla luce del d. lgs. n. 213 del 1998 (Decreto Euro), di poco successivo al T.U.F., che ha introdotto la dematerializzazione obbligatoria per gli strumenti finanziari quotati (nonché per quelli individuabili, in seguito a rinvio del suddetto Decreto, in base al Regolamento Mercati della Consob), fatto che ha reso “evanescente” la distinzione fra titolo al portatore e nominativo (N. ABRIANI, *Commento all'art. 2351, 1°-4° comma*, ne *Il nuovo diritto societario. Commentario dir. da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti*, t. 1, Zanichelli, Bologna, 2004, p. 319).

⁹ P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate (Atti del convegno di studio. S. Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998)*, Giuffrè, Milano, 1998, p. 236; R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1186.

¹⁰ Sul possibile significato di tale eliminazione, v. *infra*, cap. VIII, par. 2.

la Riforma del 2003 ha introdotto, col nuovo art. 2351, la figura delle *azioni senza diritto di voto* genericamente intese, aggiungendovi quelle con voto limitato a particolari argomenti o condizionato (2° c., art. ult. cit.) ed ha riformulato con riferimento a tutte queste tipologie il limite appena indicato (2° c., ultima frase¹¹). Si era creato a quel punto un bisticcio: se dobbiamo ritenere le azioni di risparmio ricomprese nel più vasto genere delle azioni senza diritto di voto contemplate dal Codice civile¹², le due norme erano in parte ripetitive (per quanto riguarda, cioè le azioni di risparmio e quelle a voto limitato), ma per un'altra parte (cioè con riferimento alle azioni senza voto non-di-risparmio e quelle con voto limitato per argomenti e condizionato) quella codicistica risultava più ampia¹³. Inoltre, la norma del T.U.F. faceva riferimento al valore nominale, che la Riforma ha reso eliminabile¹⁴. Il problema è stato tempestivamente risolto con il d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, dedicato al raccordo fra il decreto di Riforma e i due testi unici commercialistici (T.U.F. e T.U.B.), col quale si è inserita nel primo una norma (l'art. 9.72) che, fra altre cose, abroga il 4° comma dell'art. 145 T.U.F., lasciando che sia il Codice civile, in via generale e non soltanto quindi con riferimento alle società quotate, a fissare il principio per cui il capitale rappresentato dalle azioni a voto escluso o limitato non può superare quello delle azioni a voto pieno¹⁵.

¹¹ «Il valore di tali azioni non può complessivamente superare la metà del capitale sociale».

¹² Su questo punto si rinvia al Cap. VII.

¹³ Rilevava infatti la discrasia fra la dizione del T.U.F. e quella (nuova) del Codice civile E. DESANA, *Le azioni e il diritto di voto*, in *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina* a cura di S. Ambrosini, Giappichelli, Torino, 2003, p. 120, proponendo che il riferimento del 4° comma dell'art. 145 T.U.F. andasse interpretato come se riguardasse «tutte le azioni a voto “non pieno” di cui al nuovo art. 2351, comma 2°, c.c.».

¹⁴ M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 1308. Ribadisce il fatto che le azioni di risparmio possono essere emesse senza valore nominale R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, 8^a ediz., Giappichelli, Torino, 2013, p. 324.

¹⁵ Per l'assorbimento del limite posto dal T.U.F. in quello dell'art. 2351, 2° c., c.c., M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 1307; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1540. Anche prima della Riforma del 2003 e sotto la

Il coordinamento non è stato tuttavia perfetto, poiché si è tralasciato il fatto che 5° comma dell'art. 145, ancora in vigore, continua a far riferimento al 4° comma (abrogato), nel sancire precise conseguenze – valide perciò per le sole società quotate – alla violazione del divieto di superamento della soglia in questione¹⁶: qualora, in seguito a riduzione del capitale per perdite, le azioni di risparmio e a voto limitato superino la metà, il rapporto va ristabilito entro due anni con l'emissione di azioni ordinarie opzionabili solo dai soci ordinari; se tuttavia le ordinarie risultassero essere scese a meno di ¼ del capitale, occorrerà riportarle almeno oltre tale limite entro sei mesi (erano tre nella previgente disciplina della l. n. 216). La violazione di entrambi gli adempimenti, nei termini indicati, comporta lo scioglimento della società. È evidente che il legislatore, immaginando un'alterazione del rapporto conseguente a riduzione del capitale per perdite, ipotizza una diversa incidenza di queste ultime sulle azioni di risparmio rispetto alle ordinarie, in virtù di un privilegio¹⁷.

vigenza della l. n. 216 del 1974, il corrispondente limite posto da quest'ultima (v. *supra*) era considerato come una riaffermazione della regola codicistica (M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni* dir. da Colombo e Portale, vol. II, t. 1, Utet, Torino, 1991, p. 65, testo e nota 66). Il principio in parola si fonda sulla valutazione per cui non pare giusto che una minoranza di capitale con diritto di voto decida le sorti di una società in cui altri soci, privi dello stesso diritto, detengono la maggioranza del capitale (correndo quindi un rischio maggiore). Sul punto: A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1960, p. 37 s.; M. BIONE, *Le azioni*, cit., p. 56; N. ABRIANI, *Commento all'art. 2351, 1°-4° comma*, cit., p. 322. A ben vedere, la regola è un'applicazione del più ampio principio di correlazione fra potere e rischio, spesso dato per superato, ma più longevo e vitale di quanto non si pensi [v., in relazione al tema in questione, R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 325, secondo cui «questo vincolo trova la propria ragion d'essere nella necessità di evitare che si crei una eccessiva sproporzione fra il potere di gestione e il rischio di impresa, attribuendo il primo a soggetti esposti in misura eccessivamente limitata al secondo»]; E. DESANA, *Le azioni e il diritto di voto*, cit., p. 117; P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, Zanichelli, Bologna, 2010, p. 93].

¹⁶ Conseguenze che replicano quasi esattamente quelle che erano previste per lo stesso caso dall'art. 15, 8° e 9° comma, l. n. 216/1974, salvo l'innalzamento del termine di ripristino, nel caso più grave, da tre mesi a sei.

¹⁷ N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 55; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1540; addirittura G. E. COLOMBO [in G. E. COLOMBO – P. MARCHETTI, *Delisting e azioni di risparmio (due pareri contrapposti)*, in *Banca borsa*, 2002, I, p. 367] afferma che la postergazione

Inoltre, lo stesso 5° comma, come il 4° abrogato, continua ad esprimersi in termini di un superamento della metà del capitale da parte delle azioni di risparmio e privilegiate (con voto limitato all'assemblea straordinaria) e ci si deve perciò domandare se esso vada oggi applicato soltanto alle tipologie menzionate, oppure anche (o soltanto) alle azioni a voto limitato per argomenti o condizionato, che la società quotata ben potrebbe aver emesso oltre alle precedenti (o in luogo di esse)¹⁸. La condivisibile soluzione proposta in dottrina prevede che il rapporto menzionato dal 5° comma vada interpretato come coincidente con quello indicato dall'art. 2351, 2° comma, c.c.¹⁹ e quindi, laddove nel 5° comma si parla di “azioni di risparmio e a voto limitato”, *l'espressione sarà da intendere come riferita alle tipologie contenute nella prima frase del 2° comma dell'art. 2351*. Non solo: per quanto riguarda l'altro polo del paragone, non è di poco conto l'osservazione per cui nel 5° comma, nonostante il coordinamento operato dal d. lgs. n. 37/2004, si continua a parlare di “azioni ordinarie”, mentre a tale espressione andrebbe sostituita quella di “azioni a voto pieno”²⁰.

2. (Segue:) I privilegi attribuibili.

Nel profilo attinente ai privilegi connessi alle azioni di risparmio è rinvenibile la novità più cospicua apportata dal T.U.F. in questa materia: in luogo della quota fissa sugli utili, con dirit-

nelle perdite «sembra essere considerata dal comma 5° dell'art. 145 come normale».

¹⁸ La possibilità per le società quotate di emettere azioni a voto limitato o condizionato è stata implicitamente riconosciuta dal legislatore attraverso due norme del T.U.F., il comma 1° *bis* dell'art. 104, introdotto dal d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37 (e poi ulteriormente modificato) e il 2° comma dell'art. 105, risultante dallo stesso decreto (e il cui contenuto è oggi “slittato” al 3° comma ad opera di modifiche successive): N. ABRIANI, *Commento all'art. 2351, 1°-4° comma*, cit., p. 320 s.; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 980. V. oggi anche l'art. 106, c. 3° *bis* T.U.F. Non ci si esprime qui, per il momento, circa la possibilità che la società quotata emetta azioni senza diritto di voto non-di-risparmio (v. *infra*, cap. VII).

¹⁹ M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria*, cit., p. 1307; M. PRESTIPINO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*

²⁰ M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 1308, in nota 43.

to di recupero biennale, e dell'ulteriore maggiorazione del 2%, troviamo la semplice indicazione per cui le azioni sono «dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale» (art. 145, 1° c.). Tali privilegi saranno indicati nell'atto costitutivo della società emittente (art. 145, 2° c.).

Si è dunque passati ad una completa liberalizzazione nell'attribuzione dei privilegi, o, se si vuole riguardare la cosa da un altro profilo, alla cancellazione del privilegio fisso ed alla sua sostituzione con un altro che sia certo nella sua presenza²¹, ma totalmente rimesso all'autonomia statutaria per quanto riguarda la sua consistenza²², salvi taluni limiti generali che verranno segnalati nel cap. IV.

Le motivazioni di una tale svolta sono state collocate nel quadro della nuova impostazione che col T.U.F. si è inteso dare alla disciplina dei mercati, impostazione che ha poi ispirato anche la Riforma delle società di capitali del 2003: accentuare l'autonomia statutaria, rimuovendo il più possibile le norme di legge imperative, per fare in modo che le società configurino la loro organizzazione come meglio ritengono, per sottoporsi poi al giudizio del mercato e ricavarne incentivi o disincentivi, a seconda dell'efficienza delle regole scelte. Con riferimento specifico agli strumenti finanziari (ed alle azioni di risparmio), è stato autorevolmente scritto che «si è voluto consentire alla società di “confezionare” il prodotto con amplissimi margini di libertà, ritenendo che sarà il mercato a scegliere, e premiare, quelli più appetibili»²³.

²¹ La dottrina concorda sul fatto che la riferita dizione di legge, pur non determinandone il contenuto, impone che un qualche privilegio vi sia: M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1564 (implicitamente); S. DE VITIS, *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, cit., p. 994 [il quale fa peraltro osservare (in nota 28) la mancanza di un'esplicita sanzione per la violazione del presunto obbligo]; P. MARCHETTI, in G. E. COLOMBO – P. MARCHETTI, *Delisting e azioni di risparmio*, cit., p. 376; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1301.

²² Il che ha fatto parlare delle “nuove” azioni di risparmio come di un «titolo “tipico” con contenuto “atipico”» (G. B. PORTALE, *Tra “deregulation” e crisi del diritto azionario comunitario*, in *La riforma delle società quotate*, cit., p. 374).

²³ P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, cit., p. 233; in termini assai simili si esprimeva Mario DRAGHI, presidente della

Questa impostazione, in termini di estrema sintesi, si completa con l'indicazione per cui ad effettuare la valutazione di efficienza non saranno più soltanto, anzi, non saranno più elettivamente i singoli investitori o risparmiatori, ma soggetti più qualificati e controllati: gli investitori istituzionali, destinati a fare da intermediari fra le società e il pubblico, diventando così il perno intorno al quale dovrebbe ruotare il mercato²⁴.

Per quanto riguarda in particolare le azioni di risparmio, già nel 1998 si prendeva atto del relativo "insuccesso" della disciplina che fino a quel momento le aveva regolate, e fra le "ragioni" di esso veniva segnalata un'eccessiva «rigidità della disciplina legislativa»²⁵. Ai tempi attuali appare più chiaro come il giudizio di "rigidità" e "flessibilità" sia assai relativo, sì che non si può dire in assoluto che l'un attributo sia buono e l'altro cattivo, ma tutto dipende dal contesto a cui essi sono applicati e dal punto di vista da cui si guarda. Se, dunque, la "rigidità" data dal 5% annuo del valore nominale può apparire negativa per chi la deve pagare, potrebbe non esserlo per chi la deve percepire; non si dovrebbe perciò escludere dalle "ragioni" della modifica del privilegio il fatto che quel tasso, che nel 1974, in epoca di forte inflazione, poteva sembrare moderato, nel 1998, in una fase di (relativo) risanamento iniziasse a diventare un po' oneroso per le società²⁶. Oggi, ad esempio, quel tasso appare altamente desiderabile per molti piccoli investitori che non sono in grado di procurarsene uno migliore.

Commissione incaricata di redigere il T.U.F., nella sua *Audizione davanti alla Commissione Finanza e Tesoro della Camera* del 10 dicembre 1997, pubblicata in *Giur. comm.*, 1997, I, p. 771 ss., *ivi* a p. 785 s. e in *Riv. soc.*, 1998, p. 190 ss., *ivi* a p. 202 s.; v. anche N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 53, il quale aggiungeva (p. 55 in nota 21) che «solo il futuro potrà dire se e in che limiti gli inediti sentieri tracciati dalla nuova disciplina saranno effettivamente percorsi dagli operatori economici».

²⁴ Per tutti: N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 54

²⁵ M. DRAGHI, *Audizione davanti alla Commissione Finanza*, in *Giur. comm.*, cit., p. 785.

²⁶ Nel periodo novembre 1973 - novembre 1974 l'inflazione in Italia è stata del 26,2%; nel periodo novembre 1997 - novembre 1998 dell'1,5% (ISTAT, *Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai ed impiegati*, varie annate).

3. (Segue:) Gli altri diritti: voto, diritti in caso di esclusione dalla quotazione, opzione.

Il T.U.F. conferma per le azioni di risparmio l'esclusione del diritto di voto, semplicemente stabilendo che esse ne sono «prive» (art. 145, 1° c.). Non si pronuncia invece, come faceva la l. n. 216/1974, su altri diritti quali l'intervento in assemblea o la richiesta di una sua convocazione, innescando un dibattito di cui si darà conto più avanti. Prevede, tuttavia, che l'atto costitutivo indichi «i diritti (...) spettanti in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio» (art. 145, 2° c., ult. parte). Anche su questo punto si tornerà, essendo per ora sufficiente rilevare come in questo caso il legislatore del 1998 si sia preoccupato – a differenza di quello del 1974 – di mettere a fuoco un punto delicato quale il venir meno della quotazione (*delisting*) delle azioni ordinarie, presupposto essenziale per l'emissione, oppure delle stesse azioni di risparmio.

Come nella l. n. 216/1974, il diritto di opzione spettante alle azioni di risparmio è espressamente disciplinato, ma con alcune specificazioni in più: l'introduzione di un'iniziale riserva (o “clausola di derogabilità”), «salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo»; l'inserimento di una precisazione in base alla quale l'opzione spetta quando l'aumento di capitale è a pagamento e senza esclusione o limitazione del diritto stesso; un miglioramento terminologico per cui, anziché parlarsi di “diritto di ricevere in opzione” risulta “diritto di opzione”²⁷; una più analitica indicazione dell'oggetto del diritto, che, se nel 1974 era rappresentato da azioni di risparmio di nuova emissione e in mancanza, o per la differenza, da azioni ordinarie, oggi consiste in prima battuta in azioni di risparmio «della stessa categoria» e in seconda («in mancanza o per la differenza») in azioni di risparmio «di altra categoria» o, a seguire, in «azioni privilegiate» o in azioni ordinarie (sempre art. 145, 8° c.).

²⁷ Rilievo di M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1603.

Tali innovazioni meritano di essere chiarite in un quadro un po' più ampio, per il quale si rinvia al seguito (*infra*, cap. V, par. 4), potendosi per ora solo rilevare, in merito all'ultima, che essa trova la sua spiegazione nel fatto che ora i privilegi delle azioni sono liberalizzati e perciò una stessa società può emettere più tipologie – e dunque più “categorie” – di azioni di risparmio, corredate da privilegi (e, più in generale, da diritti) diversi²⁸.

In tema di diritti spettanti agli azionisti di risparmio, il T.U.F., non ha riprodotto la norma della l. n. 216 (art. 14, 4° c.) secondo cui, salvo quanto disposto dalla legge speciale stessa, ad essi spettano i medesimi diritti degli ordinari. Sul significato che può essere attribuito a questa eliminazione, v. *infra*, cap. V, par. 1.

4. (Segue:) L'incidenza delle azioni di risparmio sui *quorum* assembleari e su altre percentuali rilevanti di possesso azionario.

La mancanza del diritto di voto nelle azioni di risparmio ha obbligato il legislatore, sia del 1974 che del 1998, ad inserire precisazioni circa l'incidenza del capitale rappresentato da tale azioni sulla disciplina dei *quorum* assembleari e di altre situazioni in cui la frazione posseduta è rilevante.

Il testo originario del 6° comma dell'art. 145 T.U.F. stabiliva che non si tiene conto delle azioni in discorso ai fini dei *quorum* assembleari, delle aliquote previste dal 3° e 4° comma dell'art. 2393 c.c. (testo ante Riforma del 2003), e degli artt. 125, 128 e 129 dello stesso Testo Unico.

L'art. 2393 si occupa dell'azione sociale di responsabilità ed i suoi commi 3° e 4°, vecchio testo, contenevano le regole

²⁸ S. DE VITIS, *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, cit., p. 1004; N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 58; R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1183 s.; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio nazionale del notariato* dir. da Perlingieri, vol. V, 10, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2005, p. 90.

che impongono rispettivamente la necessaria presenza del voto favorevole di almeno 1/5 del capitale affinché l'esperimento dell'azione stessa comporti anche la revoca automatica degli amministratori e la necessaria assenza del voto contrario della stessa percentuale affinché la rinuncia o transazione dell'azione, da parte della società, sia valida. La riscrittura dell'articolo da parte della Riforma del 2003 aveva fatto slittare di un posto verso il basso i commi in questione²⁹ e il decreto di modifica e integrazione (d. lgs. n. 37 del 2004) aveva provveduto ad aggiornare di conseguenza il testo del 6° comma, art. 145; successivamente, la l. 28 dicembre 2005, n. 262 ("legge sulla tutela del risparmio"), nel risistemare ulteriormente l'art. 2393 c.c. (con l'aggiunta del comma riguardante la legittimazione all'azione del collegio sindacale), ha corretto nuovamente il rinvio in questione, che oggi risulta al 5° e 6° comma dell'art. 2393 stesso.

Gli artt. 125, 128 e 129 T.U.F., inizialmente richiamati, si occupavano rispettivamente della convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza, della denuncia al collegio sindacale e al tribunale e dell'azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza, richiedendo nei vari casi particolari possessi azionari per la legittimazione al compimento dei relativi atti nelle società quotate. Dopo la Riforma del 2003, il decreto di integrazione n. 37 del 2004 (con la già segnalata tecnica dell'inserimento di nuove disposizioni nel d. lgs. n. 6/2003³⁰) li ha abrogati, modificando di conseguenza i rinvii contenuti nel 6° comma dell'art. 145 in maniera che indichino gli artt. 2367, 2393 *bis*, 2408, 2° comma, e 2409, 1° comma, del Codice civile. È così stata eliminata la richiesta di quote di capitale differenziate fra società per azioni non quotate e quotate, giacché gli articoli da ultimo menzionati la istituiscono fra società che fanno e non fanno ricorso al mer-

²⁹ Aggiungendo, nella regola riguardante rinuncia e transazione, alla percentuale di 1/5 la diversa quota di «un ventesimo del capitale sociale», valida per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

³⁰ Nel caso specifico si tratta dell'art. 9.72, lett. c), d. lgs. n. 6/2003, introdotto dall'art. 3, d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37.

cato del capitale di rischio, perseguendo in tal modo l'intento di attenuazione dello "scalino normativo" che esisteva fra società quotate e non³¹.

La norma sul mancato conteggio delle azioni di risparmio in determinati *quorum* verrà invocata da più di un autore come argomento interpretativo nel discorso sulla spettanza ad esse dei diritti non patrimoniali (*infra*, cap. V, par. 1).

È bene comunque dar conto fin d'ora della pronuncia della giurisprudenza di merito secondo cui l'esclusione delle azioni di risparmio dal computo ai fini dei *quorum* assembleari vale indipendentemente dal tipo di deliberazione di cui si tratti³².

5 (Segue:) L'assemblea speciale degli azionisti di risparmio.

In luogo dell'unico art. 16, l. n. 216/1974, il T.U.F. dedica due articoli distinti, il 146 ed il 147, a quella che viene definita l'"organizzazione" degli azionisti di risparmio e, come è noto, si compone dell'assemblea speciale e del rappresentante comune.

L'art. 146, dedicato alla prima, ne prevede anzitutto le competenze, che sono ampliate rispetto alla legge del 1974; esse comprendono in primo luogo la nomina e revoca del rappresentante comune, già presente nella precedente legge, cui viene aggiunta la decisione sull'azione di responsabilità nei suoi confronti (1° c., lett. *a*). In secondo luogo, è confermata (alla lett. *b*) la competenza "classica", consistente nell'approvazione delle delibere dell'assemblea generale che possano pregiudicare i diritti della categoria, con l'aggiunta di un particolare *quorum* decisionale di cui si dirà fra poco. Confermata è anche la disposizione sulla costituzione di un fondo «per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi», anche qui però con un'aggiunta, quella dell'obbligo per la società di anticipare il fondo stesso, rivalendosi, se necessario, sugli utili degli azionisti di risparmio (1° c.,

³¹ A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, cit., p. 91.

³² Trib. Milano, 27 maggio 2003, in *Foro pad.*, 2003, I, c. 374; in *Giur. milanese*, 2004, p. 174.

lett. c)³³. Il fondo è destinato a coprire le spese sia dell'assemblea speciale che del rappresentante comune (art. 147, 3° c., ult. frase).

Nuova – rispetto al 1974 – è la competenza relativa alla transazione delle controversie con la società (lett. d), anche in questo caso con la previsione di un *quorum* decisionale particolare (v. oltre). Si ribadisce poi la competenza residuale sugli «altri oggetti d'interesse comune» (lett. e).

«Ulteriori poteri», e dunque, deve ritenersi, ulteriori competenze, possono essere attribuiti all'assemblea speciale (come al rappresentante comune) dall'atto costitutivo (art. 147, 4° c., T.U.F.).

Per quanto riguarda la convocazione dell'assemblea speciale, il T.U.F. ne amplia le possibilità, prevedendo una convocazione obbligatoria ed allargando la cerchia dei soggetti legittimati a chiederla. In precedenza costoro erano il rappresentante comune, gli amministratori ed una frazione degli azionisti di risparmio pari al 5% («il ventesimo») del loro capitale. *Il T.U.F. abbassa la quota di capitale richiesta ai soci all'1% e*, nel testo originario dell'art. 146, 2° comma, aggiunge ad amministratori e rappresentante comune il collegio sindacale, attraverso un espreso rinvio all'art. 2406 c.c. (che prevede appunto, in via generale, il potere sostitutivo di convocazione dell'assemblea da parte di questo organo). Col d. lgs. n. 37 del 2004, il legislatore adegua tale regola alla nuova situazione determinata dalla Riforma del 2003 con l'introduzione dei tre sistemi di amministrazione-controllo: elimina il richiamo all'art. 2406 c.c. ed introduce un nuovo comma *2bis* all'art. 146 T.U.F., in cui si fa obbligo di convocare l'assemblea

³³ L'opportunità dell'anticipazione di questo fondo è stata ribadita in dottrina, accadendo spesso che l'istituto dell'assemblea speciale non trovasse adeguata attuazione a causa della mancanza del denaro necessario al suo funzionamento (P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, cit., p. 241; M. BIGELLI, *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, Il Mulino, Bologna, 2003, p. 25; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, cit., p. 110. Quest'ultimo Autore (*loc. ult. cit.*) ha precisato che trattasi di semplice anticipazione e non di accollo, come può desumersi dal diritto di rivalsa sugli utili concesso dalla legge.

speciale, in caso di inerzia degli «amministratori», al collegio sindacale (per il sistema tradizionale), al consiglio di sorveglianza (per il sistema dualistico) e al comitato per il controllo sulla gestione (per il sistema monistico) ma, in quest'ultimo caso, solo dietro richiesta da parte della quota dell'1% di azionisti di risparmio. La ragione di quest'ultima restrizione è stata chiarita dalla dottrina: è proprio del sistema monistico il fatto che il comitato per il controllo non possa convocare l'assemblea, in sostituzione degli amministratori, senza una richiesta della minoranza³⁴.

Adeguata nel 2004 la terminologia riguardo all'organo di controllo interno, il legislatore ha atteso un poco per farlo anche in relazione a quello amministrativo: solo di recente, col d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91, egli ha sostituito la dizione «amministratori», presente sia nel 2° comma che nel *2bis*, con quella più corretta di «consiglio di amministrazione o (...) consiglio di gestione».

La convocazione obbligatoria istituita dal T.U.F., cui si è accennato, era da farsi, secondo la versione del 1998 del 2° comma, art. 146, entro «due mesi» dall'emissione o conversione, termine poi corretto dal d. lgs. n. 37 del 2004 in «sessanta giorni». Sui destinatari del precetto potrebbe sorgere qualche dubbio, avendo la legge disciplinato sia i legittimati alla convocazione in generale, sia questa particolare fattispecie della prima convocazione nel medesimo comma, anzi, con la medesima frase³⁵. Non può tuttavia esservi dubbio che obbligato sia il consiglio d'amministrazione o di gestione (e, in caso di inerzia di questo, l'organo di controllo interno) *e non anche il rappresentante comune*, che in quel momento non può ancora essere stato eletto.

Un'altra novità introdotta dal T.U.F. in materia di assemblea speciale è stata la variazione dei *quorum* deliberativi: la l. n. 216 del 1974 non forniva indicazioni in merito e di conseguenza si

³⁴ M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria*, cit., p. 1308 ; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, cit., p. 114.

³⁵ «L'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio è convocata dal rappresentante comune degli azionisti di risparmio, ovvero dal consiglio di amministrazione o dal consiglio di gestione, entro sessanta giorni dall'emissione o dalla conversione delle azioni (...)» (art. 146, 2° c., 1ª parte, T.U.F.).

riteneva fossero da adottare le regole – e dunque i *quorum* – dell’assemblea straordinaria, in applicazione o dell’art. 2376, 2° c., c.c. sulle assemblee speciali “in generale” (se così si può dire, nonostante il bisticcio terminologico), o dell’art. 2415, 3° c., c.c. sull’assemblea speciale degli obbligazionisti³⁶. IL T.U.F. propone invece, al 3° comma dell’art. 146, specifici *quorum* deliberativi per casi particolari, «in deroga» al 2° comma dell’art. 2376 c.c. Ciò significa che, al di fuori di tali casi, resta applicabile la disciplina dell’assemblea straordinaria. Le due ipotesi particolari sono le competenze *b)* e *d)* di cui al 1° comma, e cioè l’approvazione delle delibere lesive e la transazione delle controversie: in esse il *quorum* deliberativo richiesto è del 20% del capitale di risparmio in prima convocazione e del 10% in seconda, mentre in terza è sufficiente la maggioranza dei presenti, «qualunque sia la parte di capitale rappresentata».

Il d. lgs. n. 91 del 2012 ha introdotto una piccola precisazione, cambiando le parole «in terza convocazione» con quelle «*in terza o unica convocazione*».

La dottrina ha rilevato che la modifica si traduce in un significativo abbassamento dei *quorum* richiesti per il funzionamento dell’assemblea speciale degli azionisti di risparmio e, come si vedrà fra poco (par. 7), anche di tutte quelle delle categorie di azioni quotate, e ne ha calcolato anche l’entità³⁷.

³⁶ M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 138, in nota 36, il quale ritiene – con ragionamento all’apparenza un po’ cervelotico – che la medesima soluzione (e cioè l’applicazione dei *quorum* dell’assemblea straordinaria) sia per noi da adottare *ex art. 2376, 2° c.*, per il solo caso dell’approvazione delle delibere dell’assemblea generale lesive dei diritti della categoria, dato che di questa specifica competenza parla il 1° comma di quell’articolo, ed invece *ex art. 2415, 3° c.*, in via analogica, per tutti gli altri casi. In realtà non sembra che il 2° comma dell’art. 2376 (immutato con la Riforma del 2003) limiti il suo dettato all’ipotesi prevista dal primo, anzi, il suo tono lapidario («alle assemblee speciali si applicano le disposizioni relative alle assemblee straordinarie») parrebbe dare ad esso un significato autonomo e generico. Ciò è suffragato oggi (e ovviamente De Acutis non poteva tenerne conto allora), dal fatto che il 3° comma dell’art. 146 T.U.F. esordisce con le parole «in deroga all’articolo 2376, secondo comma, del codice civile».

³⁷ M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 1312 s.: nei due casi che la legge considera “più importanti”, la richiesta del 20 % (art. 146, 1° c., lett. *b* e *d*) comporta un abbassamento in prima e seconda, mentre vi è un innalzamento nella terza. Negli “altri casi” la diminuzione dei *quorum* è

Il 3° comma dell'art. 146 si conclude con un precetto di notevole importanza, che pare un po' occultato, non avendo alcuna relazione con i *quorum* decisionali e che avrebbe perciò meritato un comma autonomo: vi si stabilisce che «si applica l'art. 2416 del codice civile», dedicato all'impugnazione delle deliberazioni dell'assemblea degli obbligazionisti. Tale articolo prevede un regime di impugnazione mutuato da quello previsto per le delibere delle assemblee generali (artt. 2377 e 2379 c.c.³⁸), adattando i riferimenti al capitale, necessari per calcolare i minimi di possesso azionario ai fini della legittimazione, alla situazione degli obbligazionisti, per cui l'ammontare del capitale sarà sostituito da quello globale del prestito, e non mancando di segnalare che si dovrà tenere in considerazione il fatto che le obbligazioni siano quotate o meno.

L'applicazione della regola al nostro caso implica che, per impugnare per annullabilità una delibera dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio, occorreranno quote del capitale in mano ad essi pari a quelle richieste dall'art. 2377, 2° comma, c.c., il quale, dopo la Riforma del 2003, assai opportunamente presenta una seconda frase secondo la quale «per l'impugnazione delle deliberazioni delle assemblee speciali queste percentuali sono riferite al capitale rappresentato dalle azioni della categoria». È davvero straordinario come un legislatore assai spesso sciatto o distratto (lo si è visto poc'anzi) riesca ad essere impeccabile su determinati aspetti.

più sensibile, passando dal 33,33 % al 20 % in prima convocazione, dal 22,23 % al 10 % in seconda e dal 13,34 a nessun *quorum* richiesto in terza.

³⁸ All'epoca dell'emanazione del T.U.F. il riferimento era all'art. 2416 nel testo anteriore alla Riforma del 2003, in cui si menzionavano gli artt. 2377 e 2378 c.c. La Riforma ha corretto il richiamo, indicando gli artt. 2377 e 2379, ma anche prima si era ritenuto che quest'ultima disposizione fosse comunque applicabile (N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 69, ove si cita dottrina dominante conforme).

6 (Segue:) Il rappresentante comune.

A questo organo il T.U.F. dedica l'art. 147, che esordisce confermando l'estensione ad esso – già presente nella l. n. 216 – dell'art. 2417 c.c. sul rappresentante comune degli obbligazionisti³⁹. Nella versione originale del 1998, l'art. 147 aveva un secondo comma, con cui si prevedeva la possibilità che fossero elette rappresentante comune «anche le persone giuridiche autorizzate all'esercizio dei servizi d'investimento nonché le società fiduciarie». La riforma del 2003 ha inserito il medesimo inciso nel 1° comma dell'art. 2417 c.c., estendendone così la valenza anche alle obbligazioni; di conseguenza, il d. lgs. correttivo n. 37 del 2004 ha provveduto ad eliminare il 2° comma dell'art. 147 T.U.F., ormai ridondante, in quanto il suo contenuto era già divenuto applicabile alle azioni di risparmio in virtù dell'estensione dell'art. 2417 stesso. Si è precisato⁴⁰ che per “persone giuridiche autorizzate all'esercizio dei servizi d'investimento” devono intendersi, in base agli artt. 1 e 18 T.U.F., le banche, le SIM e le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie. Di fatto, si è verificata, sotto il profilo in esame, una singolare osmosi non dalla disciplina delle obbligazioni a quella delle azioni di risparmio, ma viceversa: sono oggi gli obbligazionisti (nonché, per l'estensione operata dall'art. 147 *bis* T.U.F., tutti i portatori di azioni di categoria quotate: v. fra poco) ad essere stati aggiunti alla lista di coloro che possono essere rappresentati da un intermediario mobiliare persona giuridica.

Il T.U.F. ha completato l'estensione al rappresentante comune degli azionisti di risparmio della disciplina di quello degli ob-

³⁹ Ne discende, adattando il testo di tale disposizione, che il rappresentante può essere scelto anche al di fuori degli azionisti di risparmio, con l'esclusione di amministratori, sindaci e dipendenti della società, nonché dei soggetti ineleggibili alla carica di sindaco *ex art.* 2399 c.c. In caso di mancata elezione da parte dell'assemblea speciale, il rappresentante viene nominato dal Presidente del tribunale su domanda di uno o più azionisti di risparmio o degli amministratori. La durata massima della carica è un triennio, ma è prevista la rieleggibilità; il compenso è fissato dall'assemblea e la nomina va iscritta nel Registro delle imprese.

⁴⁰ N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 70, testo e nota 145.

bligazionisti, prevedendo, al 3° comma dell'art. 147, che il primo abbia gli stessi «obblighi e (...) poteri» attribuiti al secondo dall'art. 2418 c.c. In conseguenza di ciò (ed adattando, come prescritto, le norme al nostro caso), egli deve «provvedere all'esecuzione delle deliberazioni dell'assemblea» speciale e «tutelare gli interessi comuni» degli azionisti di risparmio «nei rapporti con la società», «ha diritto di assistere all'assemblea [generale] dei soci» ed «ha la rappresentanza processuale» degli azionisti stessi, anche nelle procedure concorsuali.

Già presenti nella l. n. 216 del 1974 erano le ulteriori attribuzioni previste dal medesimo 3° comma, e cioè il diritto di prendere visione e trarre copia dei libri previsti ai nn. 1) e 3) dell'art. 2421 c.c. (libro dei soci e libro delle adunanze e deliberazioni dell'assemblea), di assistere alle assemblee della società (aspetto che rappresenta oggi una duplicazione, in quanto già previsto dall'art. 2418) e di impugnarne le deliberazioni. È evidente come questi diritti non siano attribuibili in via di estensione della disciplina degli obbligazionisti, in quanto a costoro non spettano, mancando ad essi la qualità di soci.

Nell'ultima frase del 3° comma in discorso viene precisato (lo si è accennato in precedenza) che le spese relative all'attività del rappresentante comune verranno imputate, così come quelle dell'assemblea speciale, al fondo costituito *ex art* 146, 1° comma.

La disciplina del rappresentante comune si conclude col 4° comma dell'art. 147, in cui si prevede che l'atto costitutivo della società emittente *possa* attribuire ad esso (così come all'assemblea speciale) «ulteriori poteri» utili per tutelare gli azionisti di risparmio, contenuto dunque meramente *eventuale* dell'atto costitutivo stesso; invece, proseguendo, il comma stabilisce che quest'ultimo *deve* contemplare «modalità per assicurare un'adeguata informazione al rappresentante comune sulle operazioni societarie che possano influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni della categoria». Si tratta di una regola non presente nella precedente disciplina e che chiaramente si ispira alla filo-

sofia dell'informazione, che nel 1974 veniva evocata⁴¹, ma non si era ancora consolidata⁴². Tale dettato pone un preciso *obbligo* di contenuto ai redattori dell'atto costitutivo di una società che emetta azioni di risparmio.

7. (Segue:) Estensioni di disciplina: a) dal T.u.f. alle azioni di risparmio preesistenti; b) dalle azioni di risparmio a tutte le azioni di categoria quotate.

A) Norma tutt'altro che secondaria, anche se spesso non posta nella dovuta evidenza⁴³, è quella contenuta nel 2° comma dell'art. 208 T.U.F. e in base alla quale «le disposizioni in materia di azioni di risparmio si applicano anche alle azioni di risparmio già emesse alla data di entrata in vigore del presente decreto».

B) Col d. lgs. n. 37 del 2004, già più volte citato⁴⁴, il legislatore ha introdotto nel T.U.F. l'art. 147 *bis*, che sancisce l'applicabilità degli artt. 146 e 147 T.U.F., e dunque dell'intera normativa dell'assemblea speciale e del rappresentante comune degli azionisti di risparmio, *a tutte le categorie di azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi UE*. Assieme agli articoli indicati, saranno estesi anche i rinvii da essi operati e quindi, in sostanza, il modello rappresentato dall'insieme di assemblea speciale e rappresentante comune, nato per gli obbligazionisti, è stato eletto quale soluzione esemplare da applicare ad ogni categoria di azioni, purché quotate, sancendo così il suo

⁴¹ Si veda la *Relazione* al Progetto Marchetti, in *Riv. soc.*, cit., p. 271, ove si afferma fra l'altro che fra le linee ispiratrici di esso vi è quella di «assicurare una più adeguata informazione del pubblico, oltre che degli azionisti».

⁴² Cosa che avviene con il convegno di Venezia del 1981, intitolato proprio all'informazione societaria (v. *L'informazione societaria. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981*, a cura di P. Alvisi, P. Balzarani, G. Carcano, Giuffrè, Milano, 1982).

⁴³ Lo fa invece M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 760.

⁴⁴ Per maggiore esattezza, il d. lgs. n. 37 ha introdotto nel d. lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (decreto contenente la Riforma del diritto societario) l'art. 9.75, il quale a sua volta prevede l'inserimento nel T.U.F. dell'art. 147 *bis*.

successo (almeno sul piano normativo) quale organizzazione ritenuta al momento più efficace per la tutela delle minoranze.

La dizione dell'art. 147 *bis* è stata criticata, in quanto non molto felice: non si comprende perché l'estensione di disciplina sia riferita alle «assemblee speciali previste dall'articolo 2376, comma 1» del Codice, giacché il funzionamento di queste assemblee, che dovrebbe appunto mutare, è contenuto nel 2° comma dell'articolo stesso. Il richiamo viene interpretato come se si riferisse all'art. 2376, c.c. nel suo complesso e quindi la lettura della disposizione risulta quella poc'anzi riferita⁴⁵.

Inoltre, stabilire che «gli articoli 146 e 147 si applicano *alle assemblee speciali* (...)» è improprio, poiché l'art. 147 T.U.F. si occupa del rappresentante comune e non dell'assemblea.

⁴⁵ U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, cit., p. 981; P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, cit., p. 99.

**PARTE SECONDA:
LE INTERPRETAZIONI**

CAPITOLO TERZO

EMISSIONE

SOMMARIO: 1. Criterio ermeneutico generale. La legittimazione all'emissione in capo alle società quotate. – 2. Emissione in sede di costituzione? – 3. Emissione in sede di aumento di capitale gratuito. – 4. La quotazione ed i problemi ad essa collegati: non necessità della quotazione delle azioni di risparmio. – 5. (*Segue:*) Revoca della quotazione delle azioni ordinarie. Sorte delle azioni di risparmio. La clausola statutaria di cui all'art. 145, 2° comma, 2ª frase, T.U.F. – 6. (*Segue:*) I possibili contenuti della clausola. La questione del *delisting*. – 7. Emissione con sovrapprezzo. – 8. Azioni di risparmio ed operazioni straordinarie.

1. Criterio ermeneutico generale. La legittimazione all'emissione in capo alle società quotate.

Prima di iniziare l'esame delle diverse interpretazioni proposte in relazione ai singoli problemi, sembra importante riportare il rilievo di una dottrina particolarmente attenta, la quale, richiamando la legge delega alla base del d.lgs. contenente il T.U.F., ne ha tratto un principio interpretativo generale, valido per quest'ultimo. Nella legge stessa (l. 6 febbraio 1996, n. 52), all'art. 21, 4° comma, si stabiliva che, nel riformare intermediari, mercati e aspetti connessi (fra i quali ben può considerarsi rientrante il nostro istituto), ci si sarebbe dovuti attenere a criteri tali da rafforzare la tutela del risparmio e degli azionisti di minoranza (criterio che, come visto in precedenza, ispirava anche la riforma del 1974). Di conseguenza si è potuto osservare che «in mancanza di più analitici criteri sono quindi la tutela del risparmio e delle minoranze i principi ermeneutici di carat-

tere generale che devono presiedere alla lettura della nuova regolamentazione»¹.

Fin dall'epoca dell'emanazione della l. n. 216/1974, la dottrina si è domandata quale fosse la *ratio* della limitazione alle sole società con azioni ordinarie quotate della possibilità di emettere azioni di risparmio, che allora peraltro rappresentavano, eccettuata l'ipotesi particolare delle azioni di godimento (art. 2353 c.c.), l'unico tipo di azioni prive del diritto di voto².

Alcuni avevano ritenuto che la giustificazione risiedesse nell'esigenza di offrire agli azionisti di risparmio la possibilità di poter acquistare con certezza e rapidamente almeno un'azione ordinaria, in maniera da legittimarsi a quei diritti di intervento e di voto che a loro mancano³.

Altri hanno puntato l'attenzione sulla possibilità, data dalla quotazione, di ottenere una più esatta valutazione delle azioni di risparmio⁴, oppure un più rapido disinvestimento⁵.

La spiegazione che pare maggiormente convincente⁶ fa leva sull'opportunità che le società destinate ad emettere titoli privi del

¹ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 763. La frase è ripresa anche da M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1532 in nota 1.

² Già si è riferito che la vecchia disciplina faceva riferimento alla quotazione in Borsa, mentre quella vigente lo fa ai mercati regolamentati italiani o comunitari.

³ Tesi sostenuta nella *Circolare Assonime n. 179/1974*, pubblicata in *Riv. soc.*, 1974, p. 909; in senso analogo A. GRAZIANI – G. MINERVINI – U. BELVISO, *Manuale di diritto commerciale*, Morano, Napoli, 1990, p. 206 s. Questa lettura è stata criticata, affermando che «non [si può] ammettere una specie di “elusione a fin di bene” della norma che priva le azioni di risparmio del diritto di voto» (R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 323).

⁴ U. BELVISO, *Azioni di risparmio*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, t. 2, Cedam, Padova, 1998, p. 1333. L'argomento è stato in seguito ripreso, in aggiunta a quello principale del controllo (su cui v. fra poco), da M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 765, il quale tuttavia lo riferisce non ad una valutazione diretta delle azioni di risparmio (che oggi possono anche essere non quotate), ma ad una loro valutazione indiretta, realizzabile osservando il corso delle ordinarie.

⁵ F. CESARINI, *Le azioni di risparmio: la prassi*, in *Riv. soc.*, 1984, p. 1184 s. e in *La legge 216 dieci anni dopo. Aspetti societari*, a cura di G. E. Colombo e F. Cesarini, Giuffrè, Milano, 1985, p. 21 ss. (si citerà dalla rivista).

diritto di voto siano sottoposte a più penetranti controlli, in particolare a quello dell'organo pubblico (Consob), a tutela appunto della posizione dei portatori⁷. E in effetti tale *ratio* sembra la più aderente alla storia dell'istituto che, come visto in precedenza, ha visto il discorso sull'introduzione delle azioni di risparmio strettamente intrecciato, talora in un rapporto di necessaria implicazione, con quello sull'istituzione della Commissione stessa (*supra*, cap. I).

Oggi tuttavia, allorché la Riforma ha consentito l'emissione di azioni senza diritto di voto a qualsiasi società per azioni (art. 2351, 2° c., c.c.), il quesito sul perché della riserva di emissione parrebbe aver perso gran parte del suo significato⁸, dando in apparenza ragione a coloro che già tempo addietro avevano qualificato la limitazione legislativa come una scelta in buona parte casuale⁹, o nata «più da una riproduzione un po' tralattizia del vecchio dato normativo, che da una precisa *ratio legis*»¹⁰.

Sembra tuttavia di poter dire che non è inevitabile cadere oggi nello scetticismo allorché riforme, o aspetti di riforma, come quelli realizzati nel 2003 pongono improvvisamente in crisi ragionamenti o schemi sistematici faticosamente formati in un lungo arco di tempo; tanto più che la realtà, soprattutto sul medio-lungo periodo, tende a dar ragione ai secondi e non ai primi. Più proficuo, forse, ribadire che la privazione del diritto di voto pare giustificare pienamente le cautele per lungo tempo ribadite da parte degli scrittori e che ancora si attendono le ricadute positive portate dalle azioni senza voto sull'economia delle società non quotate (posto che già per le quotate i risultati non sono rosei).

Si intende dire che, nel contrasto fra una scelta legislativa del 1998 ed una del 2003, non necessariamente è migliore la seconda, solo perché più recente.

⁶ Si condivide sul punto il giudizio di M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1537.

⁷ M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, cit., p. 67; P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 11 in nota 22; R. COSTI, *op. cit.*, loc. ult. cit.

⁸ R. COSTI, *op. cit.*, p. 324.

⁹ A. MAISANO, *Revoca della quotazione dei titoli sociali e azioni di risparmio*, in *Vita notar.*, 1981, p. 55. e in *Studi in memoria di Gaetano Costa*, Giuffrè, Milano, 1982, p. 225 ss. (si citerà dalla rivista).

¹⁰ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1538.

2. Emissione in sede di costituzione?

Si è accennato in precedenza come la legge (art. 145, 7° c.) stabilisca che le azioni di risparmio «possono essere emesse sia in sede di aumento del capitale sociale, osservando le disposizioni dell'articolo 2441 del codice civile, sia in sede di conversione di azioni già emesse». La formulazione praticamente identica della corrispondente norma della l. n. 216 rende utilizzabili le riflessioni fatte dalla dottrina in relazione alla vecchia legge.

La prima delle due circostanze indicate dalla legge è, per unanime opinione, l'aumento di capitale *a pagamento*, come si desume dal richiamo all'art. 2441 c.c., dedicato al diritto di opzione nell'ambito di tale tipo di aumento¹¹. La seconda è rappresentata dalla conversione in azioni di risparmio di altri tipi di azione, e di essa si tratterà specificamente nel seguito (v. *infra*, cap. VIII, par. 4).

Una questione di fronte alla quale si è subito trovata la dottrina è se queste modalità siano o meno esclusive, cioè consentano oppure no di emettere le azioni di risparmio in occasioni diverse, quali possono essere la fase iniziale della società, cioè il momento della sua costituzione o l'aumento di capitale gratuito.

Interpretando la norma dell'art. 14, 2° comma, 1^a frase, della l. n. 216/1974, assai simile al 7° c. dell'art. 145 T.U.F. poc'anzi citato¹², un'autorevole dottrina aveva già ritenuto che nell'inciso «possono essere emesse» il “possono” non deve avere necessariamente una valenza limitativa (come se fosse scritto «possono essere emesse *soltanto* ... ecc.»), ma ben – e più plausibilmente – può averne una “attributiva”, ad indicare che le ipotesi considerate non sono vietate (e dunque potrà leggersi come se vi fosse «possono essere emesse *anche* ... ecc.»)¹³. In relazione ad

¹¹ V. per tutti: M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 126.

¹² La differenza, minima, consiste solo nel fatto che il comma della vecchia legge recita «tanto in sede di aumento (...) quanto in sede di conversione», mentre quello del T.U.F. usa la formula «sia in sede di aumento (...) sia in sede di conversione».

¹³ P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, in AA. VV., *La riforma-stralcio della s.p.a. e la piccola riforma della borsa valori (Legge 7 giugno 1974, n. 216). Atti del seminario di Milano, 11-13 novembre 1974*,

entrambe le ipotesi considerate, infatti, (aumento di capitale e conversione di altre azioni) avrebbero potuto facilmente sollevarsi dubbi circa la possibilità di emettere le azioni, qualora il legislatore non avesse esplicitato il suo consenso¹⁴. Si è in particolare osservato come il richiamo all'art. 2441 c.c. sarebbe del tutto pleonastico, se non letto nella chiave indicata di esplicitare e ribadire un consenso legislativo¹⁵.

Ammissa una tale lettura, che sembra la più conforme al complessivo dettato normativo, ne deriverebbe che le modalità di emissione previste nel 7° comma dell'art. 145 T.U.F. (come prima lo erano nell'art. 14, 2° c., l. n. 216) non sono tassative, e dunque ne saranno possibili altre.

Per quanto riguarda la prima delle due precedentemente ipotizzate, cioè un'emissione in fase di costituzione della società, si è sostenuto ineccepibilmente che essa è preclusa (oggi come sotto la vigenza della l. n. 216) dall'esigenza che già esistano azioni ordinarie quotate (art. 145, 1° c., T.U.F.)¹⁶; ed una quotazione originaria delle azioni ordinarie non è consentita dalla disciplina secondaria¹⁷. Peraltro, la conclusione precedentemente riportata, circa il fatto che le modalità di emissione consentite dall'art. 145, 7° c., T.U.F. non sono tassative, porta con sé quel-

Vita e pensiero (Università Cattolica del Sacro Cuore), Milano, 1975, p. 196; conf.: M. DE ACUTIS, *op. cit.*, p. 122; M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1554.

¹⁴ V. Autori e luoghi cit. alla nota precedente.

¹⁵ M. DE ACUTIS, *op. cit.*, p. 123.

¹⁶ Con riferimento alla l. n. 216: R. NOBILI, *Commento all'art. 14*, in R. NOBILI – M. VITALE, *La riforma delle società per azioni. Commento alla Legge 7 giugno 1974, n. 216 e ai Decreti delegati*, Giuffrè, Milano, 1975, p. 401; P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 11. Con riferimento al T.U.F.: M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 770; M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1555; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1539.

¹⁷ L'art. 2.2.1, 1° c., del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.a. prevede che per la quotazione la società debba (fra l'altro) aver pubblicato e depositato i bilanci degli ultimi tre esercizi annuali, e se il successivo 5° c. ammette che «in via eccezionale, in deroga al comma 1, può essere accettato un numero inferiore di bilanci», ciò non consente comunque che si possa ridurre il tempo necessario a meno di 1 anno.

la per cui il legislatore non ha proibito in linea di principio che le azioni di risparmio possano essere emesse in fase costitutiva, nel momento in cui la preclusione appena segnalata venga meno: in altri termini, il fatto che le azioni ordinarie non si possano quotare già in sede di costituzione sarebbe un “ostacolo puramente tecnico” alla mancata, contestuale emissione di azioni di risparmio, che diverrebbe perciò possibile nel momento in cui intervenisse una più permissiva disciplina dei requisiti di ammissione alla quotazione¹⁸.

Già allo stato, comunque, si ritengono ammissibili:

- una *mera deliberazione* di emissione di azioni di risparmio allorché le ordinarie non siano ancora quotate; tale delibera diverrà eseguibile solo nel momento in cui tale quotazione sarà avvenuta¹⁹;
- un’emissione, sempre da parte di società non quotata, di azioni (ordinarie, o di altra categoria), delle quali sia prevista la *conversione automatica* in azioni di risparmio, *non appena intervenga la quotazione delle ordinarie*²⁰ (ovviamente, queste ulti-

¹⁸ M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 122 in nota 177; M. NOTARI, *op. cit.*, *loc. ult. cit.* Contrari invece ad un’emissione in fase costitutiva P. SPADA, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 599; A. JORIO, *La riforma delle società commerciali nei riflessi delle compagnie di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1975, I, p. 531.

¹⁹ P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 12.

²⁰ M. DE ACUTIS, *op. cit.*, p. 128 ss.; P. MARCHETTI, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio: uno statuto*, in *Riv. soc.*, 1984, p. 1042 ss.; F. CESARINI, *Le azioni di risparmio: la prassi*, cit., p. 1184; G. B. PORTALE, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1986, p. 569 ss.; P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 13; M. NOTARI, *Commento all’art. 145*, cit., p. 1538; R. SANTAGATA, *Commento all’art. 145*, cit., p. 1172; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, 8^a ediz. a cura di M. Campobasso, Utet, Torino, rist. 2013, p. 214 in nota 30; F. GALGANO, *Diritto commerciale, 2. Le società*, cit., p. 441. *Contra*, R. NOBILI, *Commento all’art. 14*, cit., p. 415, il quale osserva che l’ipotesi urterebbe contro la norma che impone alle azioni a voto limitato o escluso il limite della metà del capitale: non vi sarebbe modo di sapere a priori quante azioni verrebbero convertite e quindi non sarebbe assicurato il rispetto di tale limite al momento della conversione. Si vedano tuttavia le efficaci repliche di M. DE ACUTIS, *op. cit.*, p. 129 ss., che culminano nella

me apparterranno ad uno stock diverso da quello destinato alla conversione).

Vi è inoltre chi ha fatto osservare come siano già presenti casi in cui le azioni di risparmio possono essere emesse contestualmente alla costituzione: si tratta delle ipotesi di fusione (propria) e di scissione a favore di beneficiaria di nuova fondazione, a cui partecipi una società quotata ed in cui «l'ammissione alla quotazione [delle azioni di risparmio] sia disposta ad opera del gestore del mercato *durante* il procedimento di fusione o di scissione, da valere al momento di efficacia dell'operazione»²¹.

3. Emissione in sede di aumento di capitale gratuito.

A proposito della seconda modalità di emissione non legislativamente prevista, e sopra ipotizzata, gli scrittori sono giunti con ampia convergenza alla conclusione per cui non può ritenersi preclusa la possibilità di creare azioni di risparmio in occasione di un aumento gratuito del capitale; deporrebbe in tal senso il dettato del 2° comma dell'art. 2442 c.c. (non modificato dalla riforma del 2003), il quale sancisce il diritto degli azionisti di ricevere, in caso appunto di aumento gratuito, azioni con le stesse caratteristiche di quelle da essi già possedute: perciò, se essi posseggono azioni di risparmio, avranno diritto ad ottenere gratuitamente una quantità proporzionale²². In altri

proposta di estendere analogicamente a questo caso i rimedi previsti allora dall'art. 15, 8° e 9° c., l. n. 216/1974, ed oggi dall'art. 145, 5° c., T.U.F. (su cui v. *supra*, cap. II, par. 1 verso fine).

²¹ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1555; conf. R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1177. Il primo Autore aggiunge un'altra ipotesi: quella di una *joint venture* fra due società quotate, da realizzarsi attraverso la costituzione di una nuova società, le cui azioni ordinarie siano collocate sul mercato tramite un'offerta pubblica di vendita e per le quali si ottenga la quotazione già in fase preparatoria, risultando così ammessa anche l'emissione immediata di azioni di risparmio.

²² R. NOBILI, *Commento all'art. 14*, cit., p. 405; M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 127; P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., pp. 11, 24; M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 770 (il quale

termini, precisando che le nuove azioni devono avere «le stesse caratteristiche» delle precedenti (art. 2442, 2° c.), il legislatore sembra proprio ipotizzare una società con più categorie differenti di esse e implicitamente ammette che ciò è perfettamente compatibile col passaggio di riserve a capitale (né è prevista alcuna eccezione per le azioni di risparmio).

D'altro canto, proprio in applicazione della medesima norma, non sarà possibile effettuare tramite aumento gratuito una prima emissione di azioni di risparmio, non essendovi parametri ai quali rapportarsi per le loro caratteristiche e, sotto un diverso profilo, non essendovi soci detentori il cui interesse tutelare²³.

Un Autore ha rilevato che vi è anche nel sistema un'ipotesi di aumento gratuito con emissione di azioni di risparmio senza che ne preesistano: è quella che può aversi applicando l'art. 2349, 1° comma, c.c., il quale prevede l'assegnazione (e dunque la dazione a titolo gratuito) ai dipendenti della società di «speciali categorie di azioni», fra le quali ben può rientrare la tipologia qui all'esame²⁴.

4. La quotazione ed i problemi ad essa collegati: non necessità della quotazione delle azioni di risparmio.

La disciplina della legge n. 216/1974 prevedeva una quotazione «di diritto» – e dunque automatica – delle azioni di risparmio, al momento stesso della loro emissione e nella stessa Borsa in cui erano quotate le ordinarie (art. 14, 3° c.)²⁵. Nel

osserva giustamente che le azioni di risparmio non tanto “possono”, quanto “devono” essere emesse in sede di aumento gratuito, se azioni di quel genere preesistono); M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., pp. 1557, 1602; R. SANTAGATA, *op. cit., loc. ult. cit.* (con la specificazione che, proprio in applicazione dell'art. 2442, 2° c., le nuove azioni di risparmio dovrebbero avere i privilegi configurati in modo identico alle preesistenti); M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1539 (condividendo la precisazione di Santagata). *Contra*, nel senso della possibilità di emissione esclusivamente in sede di aumento a pagamento: P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, cit., p. 93.

²³ Concordi anche su questo punto, con leggere sfumature di motivazione, gli Autori citt. alla nota precedente: R. NOBILI, *op. cit., loc. ult. cit.*; M. DE ACUTIS, *op. cit., loc. ult. cit.*, in nota 3; P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 24 s.; M. SEPE, *op. cit., loc. ult. cit.*; R. SANTAGATA, *op. cit., loc. ult. cit.*

²⁴ M. NOTARI, *op. cit., loc. ult. cit.*

²⁵ Su tale regola e sui problemi che ne nascevano, v. P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 55 s.

T.U.F. tale norma non è stata riprodotta, data l'eliminazione di tutte le ipotesi di quotazione di diritto conseguente alla privatizzazione dei mercati²⁶. Si pone dunque, come primo problema, quello se le azioni di risparmio debbano ancora essere necessariamente quotate (oggi non solo in Borsa, ma in un "mercato regolamentato" nel senso in precedenza accennato) al momento della loro emissione o in seguito. La soluzione accolta da una dottrina quasi compatta sul punto è nel senso che non deve più considerarsi indispensabile una quotazione delle azioni di risparmio²⁷. In altri termini, è necessario che le ordinarie siano quotate per poter emettere azioni di risparmio, non che lo siano anche queste ultime.

Nell'ipotesi in cui si decida di quotarle, vi è chi ha notato che il venir meno dell'obbligo legale di quotazione ha consentito altresì che le azioni di risparmio siano ammesse alle negoziazioni in un mercato diverso rispetto a quello delle ordinarie²⁸.

Sempre nell'ipotesi di una quotazione, è da osservare che l'art. 2.2.2, 5° comma, del Regolamento dei Mercati Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.a. stabilisce (con la sola eccezione delle banche popolari e delle cooperative esercenti attività assicurativa) che non possono essere ammesse alla quotazione azioni prive del diritto di voto nell'assemblea ordinaria se le ordinarie

²⁶ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 765; S. DE VITIS, *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, cit., p. 993 in nota 20; N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 65, testo e nota 100; R. SANTAGATA, *op. cit.*, p. 1173.

²⁷ M. SEPE, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1542 (il quale fa notare come la richiesta di quotazione può essere dettata da ragioni di opportunità; l'Autore ipotizza anche la possibilità che, all'atto dell'emissione, la società si assuma verso i sottoscrittori l'obbligo di richiedere successivamente la quotazione); S. DE VITIS, *op. cit.*, p. 992 s. (il quale osserva come il mancato obbligo di quotazione diminuisce le garanzie per i sottoscrittori, rendendo loro più difficile uno smobilizzo) N. ABRIANI, *op. ult. cit.*, p. 59; M. BIGELLI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 16. Esprimeva un dubbio sul punto P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, cit., p. 235. Contrario invece R. SANTAGATA, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*, il quale ha avanzato l'opinione che possa farsi discendere dal sistema l'esigenza che le azioni di risparmio siano quotate e che sulla società emittente gravi conseguentemente l'obbligo di presentare per esse una richiesta di ammissione ad un mercato regolamentato.

²⁸ M. SEPE, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; S. DE VITIS, *op. cit.*, p. 993.

non siano già quotate (in precedenza o anche contestualmente)²⁹. Come si vede, quest'obbligo convenzionale riguarda tutte le azioni senza voto e non solo quelle di risparmio, ma, anche con riferimento solo a queste ultime, esso non si sovrappone completamente a quello legale per cui l'emittente deve essere una società quotata (art. 145, 1° c., T.U.F.): l'obbligo ora ricordato vale per *l'emissione in assoluto* delle azioni di risparmio, e perciò tanto se esse siano quotate, quanto se non lo siano, mentre l'obbligo imposto da Borsa Italiana vale solo per il primo caso e può essere letto come una cautela ulteriore, volta a rafforzare l'obbligo di legge e soprattutto a garantirne l'effettività (quanto meno nell'ambito del principale mercato regolamentato).

5. (Segue:) Revoca della quotazione delle azioni ordinarie. Sorte delle azioni di risparmio. La clausola statutaria di cui all'art. 145, 2° comma, 2ª frase, T.U.F.

Un tema particolarmente dibattuto riguarda la sorte delle azioni di risparmio nell'ipotesi in cui la quotazione delle ordinarie, inizialmente presente, venga meno. Il problema si poneva già sotto la vigenza della legge n. 216, con la complicazione, allora, che le azioni di risparmio dovevano essere necessariamente anch'esse quotate.

Alcuni erano dell'opinione che, venuto meno il presupposto della quotazione delle ordinarie, le azioni di risparmio potessero sopravvivere come azioni non quotate³⁰; altri ritenevano che esse

²⁹ Pongono in luce questo aspetto (con riferimento ai numeri di comma validi all'epoca in cui scrivono) M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1537 in nota 21; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 981.

³⁰ P. GUERRA, *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate nella legge n. 216*, in *Riv. soc.*, 1976, p. 822; G. CASTELLANO, *L'ammissione, di diritto e d'ufficio, alla quotazione di borsa: appunti*, in *Giur. comm.*, 1977, I, p. 244 s.; A. MAISANO, *Revoca della quotazione*, cit., p. 57; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, cit., p. 57; C. ANGELICI, *Le azioni*, ne *Il Codice civile. Commentario*, dir. da Schlesinger, Giuffrè,

si convertissero in azioni ordinarie, con la possibilità per i portatori di recedere³¹; altri ancora che dovessero essere ammesse al mercato ristretto³². La tesi che appare oggi più convincente è quella che distingueva a seconda delle cause di revoca: esclusa la possibilità che essa potesse avvenire su richiesta della società³³, le azioni di risparmio sarebbero rimaste quotate nonostante la revoca delle ordinarie se questa era stata disposta per ragioni non dipendenti da comportamenti censurabili dell'emittente, come la carenza di negoziazione (delle ordinarie stesse, non delle risparmio), mentre ne avrebbero seguito le sorti se la causa della revoca fosse stata attribuibile ad inadempienze sociali, come la mancata certificazione dei bilanci³⁴.

Per ovviare al problema, una proposta di legge del 1979 prevedeva l'inserimento, nella legge 216, di una norma espressa in base alla quale la revoca della quotazione delle ordinarie avrebbe comportato anche quella delle azioni di risparmio³⁵. In

Milano, 1992, p. 176. V. la critica a questa posizione di P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 59.

³¹ G. FERRI, *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I, p. 209 ss. (la tesi è subordinata all'idea più generale, portata avanti dall'illustre Autore, secondo cui la società quotata rappresenterebbe un nuovo tipo sociale, giustificandosi così il ricorso al recesso col fatto che il passaggio a società non quotata può essere visto come una trasformazione). V. la critica di G. CASTELLANO, *L'ammissione, di diritto*, cit., p. 245. Oggi sembra essersi affermata l'idea che la quotazione in Borsa rappresenti una "naturale evoluzione" della società per azioni non quotata, «la traduzione in atto di ciò che già era presente in potenza»: C. ANGELICI, *La società per azioni*, 1. *Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già dir. da Cicu, Messineo e Mengoni e cont. da Schlesinger, Giuffrè, Milano, 2012, p. 560.

³² C. RABITTI BEDOGNI, *Revoca della quotazione di borsa e tutela degli azionisti di risparmio*, in *Rass. econ. Banco Napoli*, 1990, p. 682 ss. (critica in P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 61).

³³ Da intendersi nel senso che la società, la quale abbia emesso azioni di risparmio, non sarebbe legittimata a chiedere la revoca (P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 210; M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 134 in nota 22).

³⁴ M. DE ACUTIS, *op. cit.*, p. 136; su posizione assai simile P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 57 ss., ove la specificazione che, nell'ipotesi negativa, le azioni di risparmio, non potendo sopravvivere al di fuori della quotazione, sarebbero state convertite in azioni privilegiate aventi identici diritti patrimoniali (è da rammentare che prima del 2003 non erano ammesse azioni non quotate del tutto prive di voto).

³⁵ Si tratta della Proposta di legge D'Alema, Minervini ed altri del 26 ottobre 1979, pubblicata in *Riv. soc.*, 1980, p. 963 ss., di cui danno notizia

fase di progettazione del T.U.F., una versione provvisoria conteneva la regola per cui, nell'ipotesi di un venir meno della quotazione delle ordinarie, i portatori delle azioni di risparmio avrebbero dovuto scegliere fra il recesso e la conversione dei loro titoli in obbligazioni, seguendo una disciplina prevista dallo statuto³⁶.

La versione definitiva del Testo Unico ha optato per una diversa soluzione, in linea con la tendenza a rafforzare l'autonomia negoziale: come in precedenza accennato, in base all'art. 145, 2° comma, 2ª frase, l'atto costitutivo «stabilisce (...) i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio».

Da tale norma la dottrina ha concordemente tratto una serie di corollari, legati anche alla già segnalata eliminazione dell'obbligo di quotazione per le azioni di risparmio: anzitutto, non si può più mettere in discussione la loro sopravvivenza al venir meno della quotazione delle ordinarie, requisito quest'ultimo che si pone dunque come necessario solo nella fase della loro emissione³⁷; inoltre, si profila la possibilità che i provvedimenti di revoca, ma anche di sospensione, siano assunti separatamente a carico delle azioni ordinarie o di risparmio, oppure che riguardino entrambe le categorie, senza che ciò – nuovamente – ponga in discussione la permanenza in essere delle seconde³⁸.

M. DE ACUTIS, *op. cit.*, p. 135 in nota 24 e P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 57 in nota 133.

³⁶ Ne riferisce M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1544 in nota 37. Anche G. B. PORTALE (*Tra "deregulation"*, cit., p. 377) e P. MARCHETTI (in G. E. COLOMBO – P. MARCHETTI, *Delisting e azioni di risparmio*, cit., p. 374 s.) riferiscono di analoghe proposte presentate durante audizioni per la discussione del progetto.

³⁷ Nel senso che le azioni di risparmio sopravvivono alla revoca della quotazione delle ordinarie: M. NOTARI, *op. cit.*, p. 1543; R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1173; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1538; tendenzialmente, a quanto sembra, R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 324.

³⁸ Nel senso che le azioni di risparmio sopravvivono alla revoca della loro stessa quotazione, implicitamente gli Autori citt. in nota 120; esplicitamente: M. NOTARI, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; U. BELVISO, *Azioni di risparmio*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 133; G. E. COLOMBO –

Si è potuto così scrivere che «sono astrattamente ipotizzabili sia società con sole azioni di risparmio quotate e azioni ordinarie non più quotate, che società con sole azioni ordinarie quotate e titoli di risparmio non quotati»³⁹. Se però si traggono le estreme conseguenze di simili premesse, se ne deve dedurre che non ne risulterebbero proibite società con azioni ordinarie non più quotate e azioni di risparmio nella stessa condizione⁴⁰, o addirittura mai quotate.

Gli scrittori sono quasi compatti anche nel ritenere che il termine «stabilisce», nell'ultima frase del comma poc'anzi citato, valga ad istituire un vero obbligo, per la società emittente, di inserire una clausola che in qualche modo si occupi dell'ipotesi in questione⁴¹.

Le opinioni si dividono tuttavia sul tenore di tale clausola, ritenendosi da parte di alcuni che il dettato di legge sia soddisfatto anche dalla semplice presenza di una formula minimale, con cui ci si limita ad affermare la permanenza in essere delle azioni di risparmio, con le caratteristiche che precedentemente avevano⁴²; al-

P. MARCHETTI, *Delisting e azioni di risparmio*, cit., pp. 366 s., 375 (i due Autori concordano sul punto); M. PRESTIPINO, *op. cit., loc. ult. cit.* Implicitamente contrario R. SANTAGATA, *op. cit., loc. ult. cit.*, il quale, come segnalato, non ritiene ammissibili azioni di risparmio non quotate.

³⁹ M. PRESTIPINO, *op. cit., loc. ult. cit.* Una situazione del primo genere (ordinarie non più quotate, risparmio che restano quotate) si è verificata nel caso BNL – BNP Paribas: Trib. Roma, 7 luglio 2011, in *Giur. comm.*, 2013, II, p. 274 ss., con nota di A. CAPIZZI, *Conversione obbligatoria di azioni di risparmio in ordinarie, parità di trattamento, alienazione di azioni di s.p.a. ante causam e perdurante titolarità del diritto al risarcimento ex art. 2373³ c.c.*, *ivi*, nel commento, a p. 287.

⁴⁰ V. ad esempio F. GALGANO, *Diritto commerciale*, 2. *Le società*, cit., p. 441, secondo il quale il venir meno della quotazione delle ordinarie non fa venir meno le azioni di risparmio, le quali resterebbero tali e tuttavia perderebbero anch'esse la quotazione assieme alle ordinarie (se ben si è inteso).

⁴¹ P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, cit., p. 235; M. NOTARI, *op. cit., loc. ult. cit.*; M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 769; S. DE VITIS, *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, cit., p. 994; P. MARCHETTI, in G. E. COLOMBO – P. MARCHETTI, *Delisting e azioni di risparmio*, cit., p. 375; M. PRESTIPINO, *op. cit., loc. ult. cit.* Parzialmente difforme R. SANTAGATA (*op. cit., loc. ult. cit.*), il quale ritiene che lo «stabilisce» non equivalga ad un «deve stabilire»; pur non affermando esplicitamente che la clausola in questione può mancare, l'Autore considera più appropriato che la sua presenza venga imposta o meno dal mercato.

⁴² M. NOTARI, *op. cit.*, p. 1544 s.; P. MARCHETTI, in G. E. COLOMBO – P. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 375 ss.; SANTAGATA, *op. cit., loc. ult. cit.*; G. F.

tri invece sono dell'opinione che occorra necessariamente il riconoscimento di un qualcosa di più, che rappresenti per i portatori un vantaggio effettivo ed ulteriore⁴³.

Nel 2001 la questione è venuta alla luce in seguito a contestazioni mosse dalla Consob a società che avevano adottato una clausola ritenuta eccessivamente sintetica; la Commissione aveva sostenuto la seconda delle tesi indicate, ritenendo che la clausola statutaria prevista dal 2° comma, ultima parte, dell'art. 145 T.U.F. debba attribuire ai portatori di azioni di risparmio, nel caso del venir meno della quotazione delle ordinarie, *diritti aggiuntivi* che li compensino degli effetti negativi conseguenti a tale evento⁴⁴.

E in effetti, anche senza considerare l'autorevolezza dell'opinione della Consob, tale orientamento sembra il più convincente. *In primis*, pare abbastanza evidente che lo «stabilisce» usato dalla legge rappresenta, come è stato scritto, un «indicativo con funzione imperativa»⁴⁵; la legge d'altra parte conosce numerosissimi esempi del genere, in cui il comando non è espresso necessariamente con l'uso del modale “dovere”.

La stessa vicenda che ha condotto all'emanazione della norma in questione ne aiuta a comprendere la portata: i progetti, come si è accennato, prevedevano soluzioni *ex lege*, ma la versione finale, in aderenza ad un principio di autonomia statutaria che già precorreva la Riforma del 2003, decide di lasciare agli atti costitutivi la determinazione del contenuto compensativo da

CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2. *Diritto delle società*, cit., p. 216 in nota 36.

⁴³ U. BELVISO, *Azioni di risparmio*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., pp. 1333, 1337; sulla stessa linea sembrano le riflessioni espresse da DE VITIS, *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, cit., p. 995; G. E. COLOMBO, in G. E. COLOMBO – P. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 367 ss.; P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale* dir. da Cottino, vol. IV, t. 2, Cedam, Padova, 2004, p. 126; M. CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 503; P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, cit., p. 97.

⁴⁴ La posizione della Consob è riassunta in G. E. COLOMBO – P. MARCHETTI, *op. cit.*, pp. 365, 372 s., ed *ivi* è riportato anche il tenore della clausola contestata, che recita: «*in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie e/o di risparmio, le azioni di risparmio conservano i diritti ad esse attribuiti dalla legge e dallo statuto*».

⁴⁵ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1544.

attribuire agli azionisti di risparmio. E tuttavia, determinazione *del contenuto*, non della semplice presenza di una clausola: la norma di cui si discute sarebbe stata in fondo inutile se la disposizione statutaria si limitasse a stabilire ciò che già discende dal complesso della disciplina, e cioè che le azioni di risparmio sopravvivono al *delisting* delle ordinarie e al proprio⁴⁶. La legge, in altri termini, ha semplicemente delegato all'autonomia privata il riempimento di un contenuto di disciplina che non ha ritenuto di individuare autoritativamente, ma la cui presenza reputa comunque necessaria, intendendosi per "presenza" non quella della clausola in sé – che non è contestata – ma di un "di più" che essa attribuisce rispetto a ciò che già risulterebbe in sua assenza.

È poi da notare che la norma parla espressamente di «diritti spettanti», il che non sembra consentire facili scappatoie tramite l'indicazione di semplici dati di fatto o enunciazioni di principio.

Ciò nonostante, una recente pronuncia di merito ha adottato un orientamento assai favorevole all'autonomia statutaria, ritenendo che quest'ultima goda di una «libertà assoluta» nella determinazione dei contenuti della clausola statutaria inserita in ottemperanza all'art. 145, 2° comma, T.U.F. e, in particolare, che tale clausola non debba necessariamente «attribuire diritti particolari di sorta, di natura indennitaria ovvero compensativa»⁴⁷. Nella fattispecie, la clausola prevedeva che, in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o delle azioni di risparmio, gli azionisti di risparmio avevano diritto a chiedere la conversione delle loro azioni in ordinarie, *secondo le modalità stabilite dall'assemblea della stessa società emittente*, appositamente convocata.

Nonostante l'utilizzo del termine "assoluta" in riferimento alla libertà riconosciuta all'autonomia statutaria nell'attuazione del precetto di cui all'art. 145, 2° c., 2^a frase, T.U.F. (termine che

⁴⁶ Questo argomento è stato sostenuto con la consueta limpidezza da G. E. COLOMBO, in G. E. COLOMBO – P. MARCHETTI, *op. cit.*, p. 367 ss.

⁴⁷ Trib. Roma, 7 luglio 2011, cit. (le parole riportate sono a p. 283).

potrebbe essere soltanto un tributo pagato ad una disdicevole moda espressiva), non sembra tuttavia che la posizione del Tribunale sia da considerare pienamente aderente alla tesi secondo cui la clausola in questione può limitarsi a rinviare ai diritti già spettanti agli azionisti di risparmio. Infatti, a ben vedere, la conversione – che in questo caso è prevista – rientra proprio fra quei diritti “ulteriori” che secondo l’opposta tesi devono essere contemplati dalla clausola stessa (v. il par. che segue). Se mai una preoccupazione può stare nel fatto che, nella fattispecie, i termini della conversione non sono predeterminati, ma affidati all’assemblea, che esprime il volere della stessa maggioranza che ha avviato la complessiva operazione. Ci si può quindi domandare se la giurisprudenza avrebbe dato la stessa risposta in assenza del riconoscimento del diritto di conversione (o di altro diritto) e se, in sede di revisione della sua attuale posizione, non sia disponibile a considerare il fatto che una conversione a condizioni interamente discrezionali di una delle parti interessate non è propriamente un “diritto” per l’altra (l’art. 145, 2° c., parla appunto di “diritti”) o, se lo è formalmente, risulta totalmente svuotato di contenuto.

6. (Segue:) I possibili contenuti della clausola. La questione del *delisting*.

Una volta chiarito il livello di obbligatorietà della disposizione all’esame, si apre il tema subordinato di quali possano essere in concreto i contenuti della clausola.

Vi è chi ha precisato preliminarmente che lo statuto può ricollegare, a sua scelta, il riconoscimento dei diritti al venir meno della quotazione delle azioni ordinarie, o di quella delle azioni di risparmio, o di entrambe⁴⁸. Il rilievo è accoglibile, subordinatamente alla posizione che si assuma circa l’obbligatorietà del precetto: se indicazioni *devono* essere fornite, potranno essere diverse nei due casi, ma non mancare per uno di essi.

⁴⁸ M. NOTARI, *op. cit.*, p. 1547; M. PRESTIPINO, *op. cit.*, p. 1538 s.

La dottrina ha individuato alcuni esempi di diritti riconoscibili nelle situazioni in questione. In primo luogo si è presa in considerazione una maggiorazione dei privilegi in senso quantitativo, cioè un miglioramento della quota di utili o di quella di liquidazione⁴⁹, oppure in senso qualitativo, ossia con un'aggiunta di privilegi prima non esistenti⁵⁰.

Si sono altresì ipotizzati un diritto di conversione⁵¹ (su cui v. oltre, cap. V), un diritto di riscatto⁵², un ampliamento dei diritti amministrativi. Riguardo a questi ultimi, sono stati indicati diritti di ispezione e controllo⁵³, un aumento dei poteri del rappresentante comune o dell'assemblea speciale⁵⁴, fino ad un recupero parziale o totale del diritto di voto⁵⁵.

⁴⁹ M. NOTARI, *op. cit.*, p. 1548; R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1174; G. E. COLOMBO, in G. E. COLOMBO – P. MARCHETTI, *Delisting e azioni di risparmio*, cit., p. 372; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1539.

⁵⁰ M. NOTARI, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; M. PRESTIPINO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*

⁵¹ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 769 (il quale esclude tuttavia una possibile conversione in obbligazioni che non siano a loro volta convertibili in azioni: ciò a garanzia della stabilità del capitale); M. NOTARI, *op. cit.*, p. 1548 s. [l'Autore ipotizza una conversione facoltativa in azioni ordinarie o di altra categoria, oppure una conversione automatica in azioni privilegiate con gli stessi privilegi (vale anche qui la precisazione per cui prima del 2003 non vi erano le azioni senza voto non quotate)]; G. E. COLOMBO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 324; P. MONTALENTI, *La società quotata*, cit., p. 126 (ove breve rassegna delle tipologie di conversione realizzate nella prassi). Una clausola che prevedesse la conversione delle azioni di risparmio in ordinarie, nel caso in cui fosse venuta meno la quotazione di queste ultime, era già stata ipotizzata, sotto il vigore della l. n. 216, da P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 60.

⁵² M. NOTARI, *op. cit.*, p. 1548; R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1174; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1539. In particolare, Notari affianca al diritto di riscatto da parte della società un possibile *obbligo di acquisto da parte dell'azionista di maggioranza*, pur nella dichiarata consapevolezza delle difficoltà che una simile previsione può comportare, difficoltà peraltro ritenute superabili, a fronte del vantaggio di consentire agli azionisti uno smobilizzo pur in assenza di quotazione.

⁵³ R. SANTAGATA, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; G. E. COLOMBO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; M. PRESTIPINO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*

⁵⁴ M. NOTARI, *op. cit.*, p. 1549 [l'Autore enumera poteri informativi, di partecipazione alle riunioni del consiglio d'amministrazione e di impugnazione delle sue delibere, di ispezione dei libri sociali o delle scritture contabili (si intende sempre: da parte del rappresentante comune)]; R. SANTAGATA, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*.

⁵⁵ M. NOTARI, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*

Un'attenzione particolare è stata rivolta dagli scrittori alla possibilità di riconoscere, tramite la clausola in questione, *un diritto di recesso*; coloro che scrivono prima della Riforma del 2003 finiscono per concordare sulla risposta negativa, a causa principalmente della tassatività delle ipotesi in cui la legge lo riconosce nella s.p.a.: nel caso in questione si sarebbe trattato di un recesso convenzionale, che si sarebbe aggiunto ai casi legislativi, ed ammettere ciò avrebbe significato attribuire all'art. 145, 2° comma, 2^a parte, una portata derogatoria troppo forte⁵⁶. Una dottrina minoritaria aveva considerato riconoscibile in questa ipotesi il recesso, argomentando in base all'art. 131 T.U.F., che, in caso di fusione o scissione, espressamente lo consentiva ai soci dissenzienti della stessa società o delle società risultanti, nel caso in cui a queste ultime fosse derivata la perdita della quotazione⁵⁷. Tale articolo era considerato applicabile agli azionisti di risparmio, ma altra dottrina lo aveva ritenuto non estensibile all'ipotesi in discussione, poiché dedicato ad una situazione in cui la perdita della quotazione derivava in qualche modo da una scelta della (o delle) società, mentre qui si tratterebbe di stabilire conseguenze di un'uscita forzata dalle negoziazioni⁵⁸.

La Riforma del 2003, come è noto, ha ampliato le ipotesi di recesso, pur mantenendole tassative, ed ha ammesso espressamente la possibilità di inserire nello statuto cause convenzionali di recesso, *ma soltanto per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio* (art. 2437, 4° c., c.c.)⁵⁹. Ha tuttavia in-

⁵⁶ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 769; M. NOTARI, *op. cit.*, p. 1545 ss.; R. SANTAGATA, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; G. E. COLOMBO – P. MARCHETTI, *Delisting e azioni di risparmio*, cit., pp. 371, 376 (i due Autori concordano sul punto). Resta fermo che il diritto di recesso in quanto tale, nei casi previsti dalla legge, è considerato spettante da parte di questi Autori (v. *infra*, cap. V, par. 8).

⁵⁷ D. GALLETTI, *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società quotate*, in *Banca borsa*, 1999, I, p. 622.

⁵⁸ M. NOTARI, *op. cit.*, p. 1545 s.

⁵⁹ Si è osservato che «il più ristretto ambito di applicazione dell'istituto del recesso nelle società quotate [è] giustificabile alla luce della facilità di disinvestimento ricorrendo al mercato» (M. VENTORUZZO, *Recesso e va-*

trodotto nel Codice un nuovo articolo, il 2437 *quinquies*, rubricato “*Disposizioni speciali per le società con azioni quotate sui mercati regolamentati*”, secondo il quale possono recedere i soci che non hanno concorso alle decisioni dalle quali sia derivata una perdita della quotazione. In conseguenza di questa introduzione, è stato abrogato l’art. 131 T.U.F., poc’anzi citato⁶⁰, in quanto considerato assorbito dalla norma codicistica.

Commentando la nuova situazione, si è ritenuto in dottrina che l’art. 2437 *quinquies* c.c. sia applicabile con maggiore certezza, rispetto all’art. 131 T.U.F. alle azioni di risparmio, data la sua dizione «soci che non hanno concorso alla deliberazione» in luogo di «soci dissenzienti». Di conseguenza, tali azioni godrebbero *ex lege* del diritto di recesso quando siano esse stesse oggetto di *delisting* e quando quest’ultimo sia conseguenza di una decisione sociale⁶¹; in tal caso, il diritto non potrebbe essere inserito come rimedio statutario ai sensi dell’art. 145, 2° comma, 2^a parte, T.U.F., di cui qui si discute, poiché questa norma non ammetterebbe che si prevedano convenzionalmente effetti che già si determinano per legge⁶². Se poi a perdere la quotazione fossero non le azioni di risparmio ma le ordinarie, l’art. 2437 *quinquies* non sarebbe neppure applicabile, secondo questa tesi, poiché esso consente il recesso solo agli azionisti la cui categoria è interessata dal *delisting* e non anche agli altri⁶³; in tal caso non opererebbe il recesso legale, ma neppure ne sarebbe ammissibile uno di fonte statutaria *ex art.* 145 T.U.F., poiché per le società quotate (ma forse dovremmo dire «per le società “aperte”») il principio di tassatività delle cause di recesso permane⁶⁴.

lore della partecipazione nelle società di capitali, Giuffrè, Milano, 2012, p. 10 in nota 19.

⁶⁰ Abrogazione avvenuta ad opera del d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37.

⁶¹ M. CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 502 s.

⁶² *Ivi*, p. 503. L’Autrice, in altri termini, aderisce all’opinione sopra considerata per cui la clausola statutaria deve aggiungere un *quid pluris* ai diritti già spettanti agli azionisti di risparmio.

⁶³ *Ivi*, p. 503 s. Su questo punto la dottrina è concorde: M. CALLEGARI, *Commento agli artt. 2437-2437 sexies*, ne *Il nuovo diritto societario* dir. da Cottino e altri, cit., t. 2, p. 1441 («il diritto di recesso sarà attribuito esclusivamente con riferimento alle partecipazioni private della quotazione»); M. VENTORUZZO, *op. cit.*, p. 28 s.

⁶⁴ M. CIVITELLI, *op. cit.*, p. 503 s.

Il ragionamento pare convincente, se non fosse che l'art. 2437 *quinquies* c.c. si riferisce dichiaratamente ad un'uscita dal mercato in conseguenza di una deliberazione sociale, sembrando con ciò volersi riallacciare – pur non menzionandole – alle ipotesi dell'abrogato art. 131 T.U.F., mentre i rimedi di cui alla seconda parte del 2° comma dell'art. 145 sembrano riferiti ad una perdita imposta della quotazione⁶⁵. Perciò, pur convenendosi sull'insufficienza di una clausola statutaria che si limiti a replicare il dettato della norma codicistica, resta tuttavia il fatto che, *in caso di delisting forzato delle stesse azioni di risparmio*, l'inammissibilità del riconoscimento di un recesso convenzionale soggiace alle stesse motivazioni indicate dalla dottrina prima della Riforma⁶⁶.

In altri termini, e posto che ci si riferisce al *delisting* delle stesse azioni di risparmio, le situazioni possibili sono: 1) che esso sia legato ad una decisione sociale (art. 2437 *quinquies* c.c.) ed allora il recesso opererà per legge, non potendo essere incluso nella clausola statutaria (si condivide su ciò la riferita tesi); 2) che esso non avvenga in conseguenza di una decisione sociale, cioè che sia forzato, ed allora non opererà l'articolo appena citato, ma neppure potrà prevedersi un recesso *ex art. 145, 2° c., 2ª parte, T.U.F.*, poiché si tratterebbe pur sempre di una causa di recesso convenzionale, non ammesso per le società "aperte", e dunque per la quotate, esattamente come si ritiene non ammissibile un'analoga clausola di recesso (degli azionisti di risparmio) in caso di *delisting* delle ordinarie.

La situazione, su questo specifico aspetto, non sembra dunque mutata rispetto al periodo che precede la Riforma.

Rimane poi da sciogliere il nodo riguardante l'ammissibilità di un *delisting* cosiddetto "puro", derivante cioè da una semplice manifestazione di volontà della società quotata, e del suo eventuale collegamento col nostro discorso.

⁶⁵ M. DE MARI, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Giappichelli, Torino, 2004, p. 143 in nota 27.

⁶⁶ V. sul punto G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, cit., p. 216, alla fine della nota 36.

Le opinioni sul punto sono tuttora divise. Nel periodo precedente alla Riforma del 2003, la tesi contraria al *delisting* puro poteva far leva sugli artt. 131 e 133 T.U.F., osservando come la concessione del recesso nei soli due casi di esclusione dalla quotazione per fusione o scissione (art. 131) e la possibilità di una tale esclusione qualora la società si quotasse in un altro mercato (art. 133) sembravano implicitamente deporre a favore dell'inammissibilità di una de-quotazione su semplice richiesta⁶⁷. La tesi favorevole faceva – e fa tuttora – leva sulla natura contrattuale del cosiddetto “rapporto di quotazione”⁶⁸: si è autorevolmente scritto che negare l'ammissibilità del *delisting* puro avrebbe un che di “innaturale”, relegando la società quotata in una situazione bloccata che potrebbe avere effetti negativi sulla stessa valutazione dei suoi titoli da parte del mercato⁶⁹.

La già menzionata abrogazione dell'art. 131 T.U.F. e l'inserimento nel Codice civile dell'art. 2437 *quinquies* hanno posto in qualche difficoltà la prima opinione: si ammette che il generico riferimento di quest'ultima disposizione a “deliberazioni che comportino l'esclusione dalla quotazione” potrebbe far pensare, oltre ai casi precedentemente previsti di fusione e scissione, ad una volontà legislativa di ricomprendere la semplice decisione di richiesta di *delisting*⁷⁰. A livello letterale si obietta tuttavia che la norma parla di decisioni che “comportano” l'esclusione, non che la “dispongono” o che la “deliberano”, non potendo così fornire un appiglio certo ai sostenitori della tesi favorevole⁷¹.

Ad un livello di discorso più sistematico, anche altri ritengono che l'art. 2437 *quinquies* non fornisca un argomento deci-

⁶⁷ M. NOTARI, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 543, e v. altra dottrina ivi cit.

⁶⁸ P. SPADA, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, p. 212 s.; V. SANTORO, *Profili della disciplina della tutela delle minoranze*, in *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, cit., p. 872 ss.

⁶⁹ R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 399 (negli stessi termini nelle precedenti edizioni).

⁷⁰ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 545.

⁷¹ *Ibidem*.

sivo per l'ammissibilità del *delisting* puro: tale disposizione farebbe parte, assieme ad altre come l'art. 2437, 2° comma e l'art. 2437 *quater*, 1° comma, di un gruppo di norme introdotte con la Riforma, volte semplicemente a stabilire il principio (già anticipato dall'abrogato art. 131 T.U.F.) per cui il venir meno della possibilità di disinvestire su un mercato deve accompagnarsi alla facoltà di recesso⁷².

Sulla stessa linea di pensiero, un'autorevole, più recente opinione sviluppa uno spunto solamente accennato da altra pure autorevole dottrina⁷³: un'eventuale decisione arbitraria di uscita dalle negoziazioni dovrebbe inevitabilmente essere assunta dall'assemblea straordinaria (per analogia con quanto disposto dall'art. 133 T.U.F. in caso di semplice spostamento da un mercato all'altro) e riconoscendo ai dissenzienti il recesso ex art. 2437 *quinquies* c.c.; in tal modo essa porrebbe gli azionisti di minoranza in una situazione sostanzialmente non diversa da quella determinata da un'offerta pubblica di acquisto totalitaria che conduca a detenere più del 95% del capitale, ipotesi regolata dagli artt. 108 e 111 T.U.F.: essi sarebbero costretti a scegliere fra l'uscire dalla società o accettare la mancata quotazione, e tuttavia senza che si siano create le premesse poste dagli articoli appena citati. In considerazione di ciò, si ritiene che non sia conseguibile un *delisting* puro, basato su una semplice deliberazione assembleare, ma che tale risultato debba necessariamente passare – per così dire – attraverso *ipotesi tipiche*, nel senso di “previste dalla legge”, quali un'operazione di fusione con conseguente perdita della quotazione o, appunto, un'offerta pubblica di acquisto totalitaria⁷⁴.

Indipendentemente dalla risposta che si voglia dare in merito alla possibilità di un'uscita volontaria dal mercato, sembra

⁷² M. DE MARI, *La quotazione di azioni*, cit., p. 142. L'Autore conclude nel senso che emergerebbe dal sistema, almeno allo stato attuale della legislazione, una libertà di ingresso nei mercati, ma non una corrispondente libertà di uscita, svincolata dalle ipotesi di legge. E ciò varrebbe perfino nell'ipotesi – della quale peraltro si riconosce la scolasticità – di un'uscita con decisione presa all'unanimità dei soci (*ivi*, p. 143 ss.).

⁷³ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 545.

⁷⁴ C. ANGELICI, *La società per azioni*, 1. *Principi e problemi*, cit., p. 562 s.

che si possa accogliere, anche sotto la vigenza del T.U.F., un'opinione espressa dalla dottrina in epoca precedente (v. *supra*, in questo par.), nel senso che la presenza di azioni di risparmio è *in grado di condizionare comunque tale ipotesi*: una società che le abbia emesse assumerebbe un vincolo maggiore, riguardo alla sua permanenza nello *status* di quotata, rispetto ad una che non lo abbia fatto, di modo che non sarebbe legittima una sua iniziativa discrezionale di uscita⁷⁵, salva la percorrenza – si può aggiungere – delle strade “tipizzate” cui si è accennato poc'anzi. Oppure, può ritenersi che la decisione sia possibile, ma salva la sua approvazione da parte dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio.

Ulteriore precisazione di non poco conto, in merito all'applicazione del 2° comma, 2ª frase dell'art. 145 T.U.F., è quella secondo cui anche gli statuti delle società che hanno emesso azioni di risparmio prima del 1998 devono adeguarsi alla prescrizione in esso contenuta⁷⁶, in applicazione dell'art. 208, 2° comma, del Testo unico.

7. Emissione con sovrapprezzo.

La possibilità che le azioni di risparmio siano emesse con sovrapprezzo⁷⁷ aveva sollevato un piccolo dibattito sotto la vigenza della l. n. 216. Il Nobili, in particolare, aveva osservato inizialmente che il sovrapprezzo avrebbe annullato il vantaggio rappresentato dal privilegio fisso rapportato al valore nominale

⁷⁵ La tesi dell'inammissibilità di una revoca volontaria dalla quotazione per la società che abbia emesso azioni di risparmio era stata espressa, sotto il regime della l. n. 216 del 1974, da Ferro-Luzzi e De Acutis, cit. *supra* alla nota 126. Vigente il T.U.F., e prima della Riforma, è stata ripresa da M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 769.

⁷⁶ R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 324.

⁷⁷ Si è preferita questa espressione, che il vocabolario Treccani dà come principale, anche se aggiunge come equivalenti sovrapprezzo (usata dal Codice civile all'art. 2431 fino alla Riforma del 2003), sovrapprezzo (presente nell'attuale art. 2431 c.c.), o sopraprezzo.

e quindi avrebbe svuotato di contenuto il principale aspetto della nuova categoria azionaria⁷⁸. E, in effetti, è innegabile che un rendimento rapportato al valore nominale può essere ridimensionato dal prezzo di emissione, come con grande chiarezza si evince dall'esempio qui riportato: «è (...) evidente che se un'azione da 1.000 lire nominali viene emessa a un prezzo di 2.000 lire, il rendimento dell'investimento scende dal cinque al due e mezzo per cento»⁷⁹.

La prassi aveva anche dato ragione a tali perplessità ed alcuni hanno, anche in epoca a noi più vicina, annoverato questo aspetto tra i fattori che hanno penalizzato la diffusione delle azioni di risparmio⁸⁰. Per ovviare a tale problema erano state proposte modifiche alla legge n. 216, una nel senso di aggiungere semplicemente che l'espressione "valore nominale" di cui all'art. 15, 1° e 2° comma, andava interpretata come se fosse "prezzo di emissione", comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo⁸¹, l'altra mirante più direttamente a variare la dicitura di legge, rapportando il privilegio non più al valore nominale, ma ai prezzi medi di borsa dell'ultimo semestre o al già menzionato valore di emissione, inglobante il sovrapprezzo⁸².

D'altra parte, la giurisprudenza aveva ben presto sancito la legittimità del sovrapprezzo anche per le azioni di risparmio⁸³,

⁷⁸ R. NOBILI, *Commento all'art. 14*, cit., p. 403; R. CAPARVI, *Le azioni di risparmio nel quadro di rinnovamento della Borsa valori*, in *Scritti in onore di Ugo Caprara*, vol. II, Vallardi, Milano, 1975, pp. 79, 86; U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, cit., p. 786; v. anche M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 57 s., il quale parla di una vera "espropriazione" delle attese di rendimento causata dal sovrapprezzo, che gli risultava essere stato applicato a «circa il 50% delle emissioni fino a oggi [1981] effettuate».

⁷⁹ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 761 (l'Autore scrive già sotto la vigenza del T.U.F., ma non trascura ciò nonostante di porre in luce questo aspetto).

⁸⁰ M. DE ACUTIS, *op. cit.*, loc. ult. cit.; M. BIGELLI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 14.

⁸¹ Ne dà notizia M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1570 in nota 110.

⁸² V. il dettaglio in P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 16 in nota 39.

⁸³ Trib. Milano, 15 luglio 1982, in *Foro it.*, 1983, I, c. 1106; in *Banca borsa*, 1983, II, p. 474; Trib. Milano, 6 dicembre 1990, in *Giur. comm.*, 1991, II, p. 776, con nota di P. MARANO, *Legittimazione attiva del rappresentante comune degli azionisti di risparmio ed emissione di azioni*

e la prevalente dottrina si era schierata in tal senso⁸⁴. Fra gli argomenti portati a sostegno, quello per cui anche l'acquirente di un'azione di risparmio sul mercato secondario paga un prezzo di mercato, e non si vede ragione per preferirgli il sottoscrittore di tali titoli in sede di emissione⁸⁵; quello per cui le azioni di risparmio non attribuivano come unico vantaggio il privilegio del 5%, ma se ne doveva valutare la convenienza in base alle loro complessive caratteristiche⁸⁶; quello, ancora, secondo cui la l. n. 216, all'art. 14 – così come ora il T.U.F. al suo art. 145, 7° comma – prevedeva che nell'emissione di azioni di risparmio in sede di aumento di capitale si sarebbero dovute osservare le disposizioni dell'art. 2441 c.c., dimostrando così che la legge non reputa incompatibili il sovrapprezzo (previsto da tale articolo per il caso di emissione con esclusione del diritto di opzione) e le azioni stesse⁸⁷.

Ma chi più attentamente aveva esplorato l'istituto del sovrapprezzo aveva concluso che, al di là delle motivazioni specifiche, l'ammissibilità del sovrapprezzo discende dal dato di fondo per cui «l'investimento nelle azioni di risparmio non è sottratto alla struttura essenziale dell'investimento azionario»: il fatto che anch'esse, come tutte le altre azioni, siano «chiamate a partecipare agli aumenti di capitale», che è poi il «senso profon-

di risparmio con sovrapprezzo; Trib. Milano, 26 settembre 1991, in *Giur. comm.*, 1992, II, p. 492, con nota di M. DE ACUTIS, *Il diritto dell'azionista di risparmio di impugnare le deliberazioni invalide e l'emissione di azioni di risparmio con sovrapprezzo*.

⁸⁴ F. FENGHI, *Appunti sulle azioni di risparmio*, in *Banca borsa*, 1982, I, p. 785; F. GRANDE STEVENS, *Azioni di risparmio e sovrapprezzo*, in *Banca borsa*, 1983, I, p. 98 ss.; F. CESARINI, *Le azioni di risparmio: la prassi*, cit., p. 1186; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, cit., p. 71; P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 16 ss. (ed *ivi*, a p. 18 un'efficacissima sintesi della *ratio* del sovrapprezzo in generale); G. MUCCIARELLI, *Il sovrapprezzo delle azioni*, Giuffrè, Milano, 1997, p. 230 ss. Lo stesso R. NOBILI, rivede la sua posizione ne *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, p. 1214 s. e in *La legge 216 dieci anni dopo. Aspetti societari*, cit. (si citerà dalla rivista).

⁸⁵ P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 17.

⁸⁶ *Ivi*, p. 20.

⁸⁷ F. FENGHI, *Appunti sulle azioni di risparmio*, cit., p. 785; conf. P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 21 s.

do da attribuire al richiamo all'art. 2441 cod. civ.», dimostra che «la società deve e può ricercare i mezzi di cui necessita presso i propri azionisti, e ne stabilisce la misura e la qualità secondo le proprie esigenze»⁸⁸.

L'eliminazione, ad opera del T.U.F., della percentuale fissa di utili rapportata al valore nominale ha fatto cadere la principale possibile obiezione all'ammissibilità del sovrapprezzo, fermo restando che anche oggi è realizzabile convenzionalmente una strutturazione del privilegio analoga a quella precedentemente imposta per legge. L'emissione con sovrapprezzo è dunque pacificamente ammessa⁸⁹.

8. Azioni di risparmio ed operazioni straordinarie.

Per l'ipotesi in cui la società emittente deliberi la trasformazione in società non azionaria, si è ritenuto, sotto la vigenza della l. n. 216 ma con validità ancora attuale, che non sia possibile attribuire agli ex azionisti di risparmio una condizione altrettanto favorevole e di conseguenza sia necessario che la delibera sia approvata anche dall'assemblea speciale di tali azionisti, con loro diritto individuale al recesso⁹⁰, oppure che ad essi spetti soltanto quest'ultimo diritto⁹¹.

In caso di fusione per incorporazione in una società che non ha azioni ordinarie quotate (mancando così il requisito per poter avere azioni di risparmio), si è riscontrata un'analogia col caso dell'assorbimento di una società con più categorie di azioni in un'altra con una sola, ritenendo di conseguenza applicabile lo stesso rimedio e cioè la necessaria approvazione della delibera di fusione da parte delle assemblee speciali degli azionisti ai quali può derivare un pregiudizio, nel nostro caso quella degli azio-

⁸⁸ G. MUCCIARELLI, *op. cit.*, p. 238 s.

⁸⁹ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1556; F. GALGANO, *Diritto commerciale*, 2. *Le società*, cit., p. 441 in nota 5.

⁹⁰ M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 136 in nota 29.

⁹¹ P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 61.

nisti di risparmio⁹². A questa tesi può obiettarsi che, come visto in precedenza, la quotazione delle ordinarie è richiesta – ora come sotto il precedente regime – per l'emissione delle azioni di risparmio, non per la loro permanenza. Tuttavia, un pregiudizio può ad esse derivare non dalla loro scomparsa, ma dal fatto in sé della perdita della quotazione delle ordinarie, per cui può ritenersi ugualmente necessaria l'approvazione da parte dell'assemblea speciale.

Un'autorevole dottrina rilevò, all'indomani del varo del Testo unico del 1998, che un'importante causa dello scarso successo che le azioni di risparmio avevano avuto fino a quel momento risiedeva nel «trattamento penalizzante che tali azioni av[evano ricevuto] in ipotesi di fusione, in punto di concambio, ed in altre ipotesi analoghe»⁹³.

⁹² P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 62.

⁹³ P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, cit., p. 235.

CAPITOLO QUARTO

I PRIVILEGI DI NATURA PATRIMONIALE

SOMMARIO: 1. La consistenza del privilegio: tipologie. – 2. (*Segue:*) Varianti in materia di calcolo, di valenza cronologica e di ordine preferenziale dei privilegi. – 3. Limiti generali individuabili in relazione ai privilegi.

1. La consistenza del privilegio: tipologie.

Come si è accennato (cap. II, par. 2), la scelta del legislatore del T.U.F. è stata quella di non più fissare, come nella precedente l. n. 216/1974, il contenuto dei privilegi spettanti alle azioni di risparmio, limitandosi a prevedere che esse siano «dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale» (art. 145, 1° c.). Al comma successivo si precisa che è l'atto costitutivo a determinare «il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio» (con qualche ridondanza, forse, nell'uso degli ultimi quattro sostantivi che hanno significati in parte coincidenti e dei quali bastavano forse gli ultimi due).

Si è pure già accennato come tale scelta rifletta la fiducia nell'iniziativa delle singole società e nella capacità del mercato di selezionare e premiare le migliori scelte statutarie effettuate. Sotto questo aspetto (ed anzi: “anche” sotto questo aspetto), il T.U.F. ha rappresentato un'anticipazione di una tendenza che si sarebbe ri-manifestata di lì a poco con la Riforma del 2003, con la quale il contenuto in termini di diritti *di tutte* le categorie azionarie è stato liberalizzato (art. 2348, 2° c., c.c.)¹.

¹ Commenti “a caldo” su tale innovazione in C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 2ª ediz., Padova,

La dottrina si è interrogata su quali possano essere in concreto le soluzioni adottabili dagli statuti, di fronte ad un così ampio ventaglio di scelte loro riconosciuto. È peraltro da considerare che, sebbene qui prenderemo in rassegna le ipotesi avanzate con riferimento specifico alle azioni di risparmio, in realtà oggi valgono per esse tutte quelle avanzate con riferimento alle azioni privilegiate in genere.

Preliminarmente si può rilevare come, ammesso unanimemente che almeno un privilegio vi deve essere², sia stata esclusa l'ipotesi che se ne debbano prevedere necessariamente di più, solo perché la norma usa il vocabolo al plurale³; sotto un altro profilo, la possibilità di configurarli liberamente rende più facile il verificarsi dell'ipotesi – ammessa peraltro anche sotto la vigenza della precedente disciplina⁴ – che una stessa società dia origine, anche in tempi diversi, a più tipologie di azioni di risparmio, dotate di una gamma di privilegi differenti l'una rispetto all'altra⁵.

2006, p. 69 ss.; N. ABRIANI, *Introduzione alla Sezione V (del Capo V)*, ne *Il nuovo diritto societario* dir. da Cottino e altri, t. 1, cit., p. 214. E vi è chi ha segnalato, quale “corso e ricorso storico”, il fatto che in precedenza era toccata anche alle azioni “privilegiate” (di cui al vecchio testo dell'art. 2351, 2° c., c.c.) una sorte analoga, giacché esse erano state configurate nel progetto d'Amelio con una rigida serie di caratteri predeterminati, mentre poi nel Codice civile si optò per una definizione più generica, come quella che era contenuta nella disposizione appena citata (M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1563 in nota 90; la vicenda è stata ripercorsa da M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, cit., p. 52 ss.; ID., *Le azioni di risparmio fra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, I, p. 164 ss.).

² *Supra*, cap. II, nota 69 e testo corrispondente.

³ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 767; M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1566 s. Il primo Autore giunge alla precisazione confrontando il 1° comma dell'art. 145 T.U.F., in cui si parla di “privilegi”, col 2° che parla di “privilegio”; il secondo Autore, rapportando il tenore di tale articolo con quello del vecchio art. 2351, 2° c., c.c., in cui si prevedeva che le azioni fossero privilegiate «nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento», ove la particella “e” sembrava indicare che, agli effetti di quella norma, dovessero sussistere entrambi i privilegi.

⁴ Anche la disciplina abrogata, infatti, pur fissando i noti requisiti obbligatori, concedeva agli statuti qualche possibilità di manovra, in senso ampliativo dei diritti riconosciuti per legge.

⁵ Possibilità che risulta abbastanza univocamente dall'ottavo comma dell'art. 145 T.U.F. in tema di diritto di opzione, ove, come già si è

Per quanto riguarda l'aspetto in concreto dei privilegi, la possibilità che per prima viene all'esame è che sia adottata una strutturazione corrispondente a quella in precedenza imposta dalla legge, con un privilegio fisso sugli utili (oggi non più necessariamente del 5%), un'ulteriore maggiorazione nel caso di distribuzione di utili alle altre azioni ed un diritto di recupero negli esercizi successivi (non necessariamente in numero di due), uniti ad una preferenza per l'intero valore nominale in sede di liquidazione e ad una postergazione in caso di perdite⁶.

Esaminando poi distintamente le singole ipotesi di privilegio ed iniziando da quello sugli utili, la dottrina ha distinto convenzionalmente fra privilegi "di priorità" e "di preferenza"⁷: i primi sono quelli che, come nella vecchia disciplina, prevedono che una quota o percentuale degli utili (eventuali) venga attribuita prima che le altre azioni ricevano alcunché; i secondi prevedono più semplicemente una maggiorazione nella ripartizione dell'utile rispetto alle altre azioni, così come la vecchia legge prevedeva un 2% in più per le azioni di risparmio, nel caso in cui fossero residuati utili da distribuire dopo la prima assegnazione ad esse del 5% (del valore nominale).

Le azioni di risparmio potranno così disporre anche soltanto di un privilegio del primo genere, o solo del secondo⁸; nel caso di un dividendo di priorità, sarà opportuno che l'atto costitutivo stabilisca se la percentuale di utili "garantita"⁹ maturi indipendentemente dalla decisione assembleare di distribuzione – come nella vecchia disciplina – o subordinatamente ad essa, giacché la dottrina si è espressa nel senso che, ove esso taccia, dovrebbe riprendere vigore la regola generale dell'art. 2433, 1° c., c.c. e che perciò la delibera occorra¹⁰.

rilevato (*supra*, cap. II, par. 3, ove pure le citazioni di dottrina sul punto) si allude ad «azioni di risparmio (...) della stessa (...) o (...) di altra categoria».

⁶ S. DE VITIS, *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, cit., p. 1000.

⁷ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1570; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1541.

⁸ M. NOTARI, *op. loc. ultt. citt.*

⁹ Le virgolette indicano che la garanzia è relativa, essendo subordinata al fatto – eventuale – che vi siano utili.

¹⁰ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1571 s.; R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1184.

Si è altresì fatto osservare che il privilegio potrebbe anche essere rappresentato dalla mera insensibilità alla decisione assembleare di cui trattasi, nel senso che l'azione di risparmio non avrebbe alcuna priorità o preferenza sugli utili rispetto alle altre azioni, se non il diritto di riceverlo indipendentemente dal *placet* dell'assemblea, così com'era sotto la previgente disciplina, in virtù dell'art. 15, 1° comma, l. n. 216 del 1974 («gli utili (...) *devono* essere distribuiti alle azioni di risparmio»)¹¹.

Potrà essere presente o meno il diritto (presente nelle “vecchie” azioni di risparmio) di recupero – o di cumulo – degli utili non percepiti in un certo esercizio per un certo numero di esercizi successivi¹². Qualche problema, si riconosce in dottrina, può suscitare una clausola che preveda una cumulabilità per un lungo periodo, o addirittura senza limiti di tempo: ciò potrebbe determinare, con l'accrescersi delle somme dovute in caso di mancato o incompleto pagamento per più anni, un'impossibilità di pagare utili alle altre azioni, con conseguente violazione di uno dei limiti generali che si ritengono sussistenti in materia di

¹¹ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1572 s., testo e nota 114; M. PRESTIPINO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; in riferimento alle azioni genericamente privilegiate, N. ABRIANI, *Commento all'art. 2350, 1° comma*, ne *Il nuovo diritto societario* dir. da Cottino e altri, t. 1, cit., p. 296. Il primo Autore precisa (nel testo) che anche nel caso di previsione di un tale privilegio, si porrebbe il problema procedurale se il dividendo assicurato spetti automaticamente con l'approvazione del bilancio, oppure sia necessaria una delibera assembleare di accertamento (pur se a contenuto necessitato), propendendosi peraltro, da parte dell'Autore, per la prima soluzione (nello stesso senso F. GALGANO, *Diritto commerciale*, 2. *Le società*, cit., pp. 378, 442. La questione nasce dal fatto che, sotto la previgente disciplina della l. n. 216, in dottrina si era discusso se appunto il diritto di credito relativo al dividendo nascesse automaticamente con l'approvazione del bilancio (A. JORIO, *La riforma delle società commerciali*, cit., p. 533; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, cit., p. 76 ss.; M. SARALE, *Maggiorazione del dividendo complessivo spettante agli azionisti di risparmio e poteri dell'assemblea della società emittente*, nota a Trib. Milano, 6 aprile 1992, in *Giur. comm.*, 1993, II, p. 557 ss.) oppure no (R. NOBILI, *Commento all'art. 15*, in R. NOBILI – M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., p. 434; M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 146 s. La questione aveva (ed eventualmente ancora ha) come risolto pratico il fatto che, nel caso si adottasse la seconda soluzione, prima dell'azione esecutiva occorreva impugnare la deliberazione che – illegittimamente – avesse negato la sussistenza del diritto.

¹² M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1576; R. SANTAGATA, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*

strutturazione dei privilegi (v. *infra*, il par. 3)¹³. Ci si è tuttavia pronunciati in senso favorevole anche rispetto ad una clausola di cumulo illimitato, sulla base dell'argomento comparatistico, dato che nella disciplina francese un privilegio di tal genere è espressamente consentito¹⁴.

Non necessariamente, oggi, le azioni dovranno associare al privilegio sugli utili quello sulla quota di liquidazione, né quello riguardante la postergazione in caso di riduzione del capitale per perdite; specularmente, esse potranno anche essere dotate di questi soli diritti, associati o separati¹⁵.

A proposito della postergazione in caso di perdite, la dottrina si è domandata se un indizio a favore della sua necessaria permanenza sia ricavabile dal 5° comma dell'art. 145 T.U.F., il quale prevede le conseguenze di una tale riduzione, ipotizzando una diversa incidenza delle perdite stesse sulle azioni di risparmio e sulle "ordinarie" (ma meglio sarebbe stato se il legislatore avesse scritto in questo punto "azioni a voto pieno"). La norma è stata riprodotta quasi fedelmente sul modello del vecchio art. 15 della l. n. 216 (v. *supra*) e questo potrebbe far pensare ad un'implicita volontà di far permanere (come obbligatorio) il privilegio in questione. Si è tuttavia osservato come sia ben più significativa la mancata riproposizione del 7° comma di tale ultimo articolo, che sanciva tale privilegio, ed inoltre il fatto che il 5° comma dell'art. 145 ben può essere letto come mirante a regolare un privilegio *nell'eventualità della sua presenza* e non dandola per scontata; di conseguenza si ammette concordemente che la postergazione nelle perdite è oggi meramente eventuale¹⁶.

Tale conclusione, difficile da smentire, non può tuttavia rallegrare: vi è infatti chi ha rilevato come l'attuale assenza di un privilegio imposto dalla legge in sede di liquidazione possa finire per

¹³ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1577.

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ Con riferimento in particolare alla postergazione nelle perdite: R. SANTAGATA, *op. cit.*, p. 1183; M. PRESTIPINO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*.

¹⁶ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1569 s.; N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 55; R. SANTAGATA, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*

vanificare quello sugli utili se questo, anziché nella variante “di priorità”, sia espresso come privilegio “di preferenza” (ossia come maggiorazione rispetto alle altre azioni sull’utile di cui si è decisa la distribuzione): perseguendo infatti una costante politica di autofinanziamento, la società potrebbe accantonare tutti gli utili e allo scioglimento gli azionisti di risparmio (come peraltro i privilegiati in generale) si troverebbero sullo stesso piano degli altri¹⁷.

L’attributo di “patrimonialità” del privilegio consente l’aggancio all’art. 1174 c.c. e dunque fa sì che si possano considerare rientranti nella nozione i più vari contenuti suscettibili di valutazione economica, come ad esempio «particolari sconti concessi all’azionista nella fornitura di beni e servizi prodotti od offerti dalla società emittente (come avviene già in molti casi per i dipendenti)»¹⁸, oppure il «diritto di assistere gratuitamente agli spettacoli sportivi organizzati dalla società»¹⁹.

In riferimento alla vecchia disciplina, una pronuncia giurisprudenziale di merito aveva sancito l’ammissibilità di una clausola che individuava il dividendo maggiorato di cui al 2° comma dell’art. 15, l. n. 216/1974, in misura superiore al 2% ivi richiesto (fermo restando il 5% di cui al 1° comma), lasciando però libera l’assemblea ordinaria di decidere di anno in anno, in occasione

¹⁷ Con riferimento generale a tutte le categorie dotate di privilegio patrimoniale, N. ABRIANI, *Commento all’art. 2350, 1° comma*, cit., p. 297. In riferimento alle azioni di risparmio, ha segnalato tempestivamente il problema P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, cit., p. 234, ma non è chiara la sua proposta, poiché dapprima sembra ritenere che la situazione non sia mutata rispetto alla vecchia legge e che quindi gli azionisti di risparmio debbano «venire prima» degli altri in sede di rimborso, ma poi ammette che la deregulation influirebbe anche su questo aspetto e dunque non sarebbe cogente che abbiano una prelazione per l’intero valore nominale; indi conclude scrivendo che «potrebbero, ritengo, averla per una parte soltanto». Si può osservare che non a caso il legislatore del 1942, nel delineare le “azioni privilegiate” di cui all’art. 2351, 2° c., vecchio testo, aveva abbinato indissolubilmente il privilegio sugli utili a quello sulla quota di liquidazione ed altrettanto aveva fatto per le nostre azioni il legislatore della l. n. 216 del 1974.

¹⁸ M. SEPE, *Commento all’art. 145*, cit., p. 767; concordi N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 57; M. PRESTIPINO, *Commento all’art. 145*, cit., p. 1541.

¹⁹ G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, cit., p. 215 in nota 35.

della singola delibera di distribuzione, la percentuale da applicare fra il minimo di legge e il massimo indicato in statuto²⁰. La previsione risulta anche oggi applicabile, adattandola alla mutata disciplina, nel senso che, caduti i minimi imposti dalla legge, lo statuto potrebbe individuare il privilegio in una maggiorazione di utili oscillante fra due percentuali indicate, a discrezione dell'assemblea ordinaria. La disciplina del T.U.F. non ha riproposto la norma della vecchia legge n. 216 (art. 15, 5° c.), secondo cui gli azionisti di risparmio avevano gli stessi diritti degli altri in materia di distribuzione delle riserve. Ciò consente di attribuire un privilegio anche avente ad oggetto queste ultime, rilevandosi che ciò non è molto diverso dallo stabilire una preferenza sull'attivo di liquidazione, che, una volta rimborsato il capitale, è appunto formato dalle riserve stesse; si potrebbe ad esempio stabilire che, in caso di assenza di utili in un esercizio, si possa attingere alle riserve per pagare quanto dovuto agli azionisti di risparmio²¹.

In dottrina ci si è interrogati sull'ammissibilità dell'attribuzione di un *rendimento fisso*, formulando diverse ipotesi: in primo luogo potrebbe trattarsi di una percentuale, magari basata sul valore nominale, garantita anche in assenza di utili, il cui importo sarebbe *da prelevare dalle riserve*, e questo, come visto poc'anzi, può ritenersi consentito²². In secondo luogo potrebbe trattarsi dello stesso minimo, ma garantito *indipendentemente dalla disponibilità di riserve* e tale quindi da assumere il carattere contabile di debito. Un'ipotesi come questa è ritenuta da alcuni non ammissibile, in quanto sgancerebbe la remunerazione delle azioni di risparmio dal risultato (e quindi dal rischio) dell'attività d'impresa²³. Altri però, nell'ambito di un'analisi me-

²⁰ Trib. Milano, 6 aprile 1992, in *Giur. comm.*, 1993, II, p. 550, con nota di M. SARALE, *Maggiorazione del dividendo*, cit.; in *Giur. it.*, 1993, I, 2, c. 128; in *Riv. notariato*, 1993, p. 686.

²¹ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1565.

²² M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1577 ss. L'Autore precisa che deve trattarsi comunque di riserve *disponibili*. Implicitamente, anche gli Autori citt. alla nota seguente.

²³ R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1184; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 541. Con riferimento generale alle categorie azionarie, P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 76 ss.

no sintetica, hanno operato una sottodistinzione: un tale importo fisso potrebbe essere configurato *come garanzia*, pagabile in caso di assenza di utili e non sostitutiva di essi, in modo che il diritto a questi ultimi non si perde e, qualora ne emergano, saranno versati in aggiunta al minimo garantito; in tal caso, che pur lascia intravedere caratteri misti fra un rendimento azionario ed uno obbligazionario, si potrebbe ritenere la clausola ammissibile²⁴. Qualora invece il rendimento fisso *si sostituisca completamente all'utile*, la configurazione non è da ritenersi consentita, poiché contraria al modello della società in generale, che prevede come indispensabile la presenza del diritto all'utile, in questo caso soppiantato da un diritto di credito²⁵. Una simile ammissione non dovrebbe suscitare scandalo: nel momento in cui si ammettono le obbligazioni partecipanti²⁶, quelle cioè in cui la remunerazione è totalmente ad utile, e dunque di tipo azionario – ferma restando, come contrassegno tipologico del rapporto, la restituzione del capitale – è difficile negare il consenso ad azioni remunerate in misura fissa, a condizione che ciò non sia accompagnato da garanzie circa la restituzione del valore nominale in sede di scioglimento.

Conformemente a quanto ritenuto in relazione alle azioni “privilegiate”, non necessariamente il privilegio deve possedere un carattere di continuità, potendo perciò essere sottoposto ad una condizione, sospensiva o risolutiva, o a un termine finale²⁷.

Si pensava che la liberalizzazione dei contenuti del privilegio, realizzata col T.U.F., avrebbe condotto ad un allargamento dei diritti riconosciuti, nelle singole emissioni, ai portatori di

²⁴ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1579 ss.

²⁵ M. NOTARI, *op. loc. ult. cit.* Anche M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 768, se pur in termini assai più sintetici, considera inammissibile un rendimento fisso, qualora previsto «in sostituzione della partecipazione agli utili», che spetta all'azionista di risparmio al pari di ogni altro.

²⁶ G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, cit., p. 535.

²⁷ A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., p. 118 ss. G. B. PORTALE, *Conversione automatica*, cit., p. 568 ss.; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, cit., p. 70 ss.

azioni di risparmio rispetto a quelli ad essi spettanti sotto la disciplina che veniva sostituita. Di fatto, invece, si è rilevato nel 2003 che fino a quel momento nessuna società risultava aver operato in tal senso²⁸.

2. (Segue:) Varianti in materia di calcolo, di valenza cronologica e di ordine preferenziale dei privilegi.

Proseguendo nella rassegna dei possibili tipi di privilegio adottabili, vengono in luce le varianti che giocano sul modo di calcolare taluni parametri.

Ad esempio, la quota relativa al privilegio di priorità (ossia la percentuale “garantita” di utili, nel senso precisato) può essere fissata prendendo a base non il valore nominale delle azioni (come faceva la l. n. 216), ma *il loro prezzo di emissione*, che comprende l’eventuale sovrapprezzo²⁹, oppure *la quotazione media di borsa* che esse avranno in un arco di tempo individuato in relazione all’esercizio³⁰, o, ancora, la somma del capitale sociale (relativo alle azioni di risparmio) e delle riserve iscritte in bilancio³¹. Ciascuna di queste opzioni riflette proposte e progetti che, come visto in precedenza³², miravano ad ovviare allo “svuotamento” del privilegio che si realizza allorché si assuma come base di calcolo il valore nominale dell’azione, che peraltro – è bene precisarlo – dopo la Riforma del 2003 può anche legittimamente mancare³³.

²⁸ M. BIGELLI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 37.

²⁹ M. NOTARI, *Commento all’art. 145*, cit., p. 1570; M. PRESTIPINO, *Commento all’art. 145*, cit., p. 1541.

³⁰ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1571; M. PRESTIPINO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*

³¹ M. NOTARI, *op. loc. ultt. citt.*; S. DE VITIS, *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, cit., p. 1002; M. PRESTIPINO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*

³² *Supra*, cap. III, par. 6. In particolare, il riferimento alla sommatoria di capitale e riserve corrisponde al criterio di calcolo ipotizzato nel Progetto De Gregorio (lo si è accennato nel cap. I, par. 2).

³³ R. BOCCA, *Commento all’art. 2346, 1°-5° comma*, ne *Il nuovo diritto societario*, dir. da Cottino e altri, t. 1, cit., p. 222 ss.

Si ammette inoltre che la percentuale o quota di calcolo possa essere variabile ed ancorata a talune variabili o indicizzata³⁴, purché lo si faccia individuando criteri obiettivi e prefissati³⁵.

La dottrina si è domandata se il riconoscimento del privilegio patrimoniale debba valere, nel silenzio della normativa sulle azioni di risparmio³⁶, già nell'eventualità dell'elargizione di acconti sui dividendi *ex art. 2433 bis c.c.* Si è risposto ipotizzando cosa avverrebbe qualora non lo si facesse³⁷: se venissero distribuiti acconti senza tener conto del privilegio, potrebbe accadere che a fine esercizio non risultino utili sufficienti per soddisfare il privilegio stesso; dunque, occorrerebbe chiedere agli azionisti non privilegiati una restituzione degli utili ricevuti, oppure attingere a riserve disponibili; tuttavia, la prima soluzione non è facilmente percorribile, in base ai limiti entro i quali lo stesso art. 2433 *bis* consente una ripetizione degli acconti distribuiti³⁸; la seconda presupporrebbe l'esistenza di riserve, che non è scontata. Di conseguenza si propende concordemente per l'opportunità di tener conto del privilegio già in occasione della distribuzione di acconti³⁹, e ciò anche da parte degli Autori che scrivono sotto la vigenza del T.U.F.⁴⁰. Anzi, alcuni hanno cura di precisare che, qualora lo statuto disponga in senso diverso, e cioè un riconoscimento del privilegio soltanto alla chiusura dell'esercizio, dovrebbe correlativamente porre vincoli agli acconti sui dividendi, ad esempio dichiarando intangibili le riserve per un adeguato ammontare⁴¹.

³⁴ M. NOTARI, *op. loc. ultt. citt.*; N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 56; R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1183; M. PRESTIPINO, *op. cit., loc. ult. cit.*

³⁵ Precisazione di M. NOTARI, *op. loc. ultt. citt.*

³⁶ Tanto di quella derivante dalla l. n. 216 del 1974, quanto di quella contenuta nel T.U.F.

³⁷ M. S. SPOLIDORO, *Commento all'art. 19 d.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Nuove leggi civili commentate*, 1988, I, p. 151 s.; conf.: P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 35 s.

³⁸ Gli Autori fanno riferimento ad un testo dell'art. 2433 *bis*, ult. comma, poi modificato, ma sembra che le loro conclusioni valgano anche alla luce dell'attuale.

³⁹ V. gli Scrittori citt. due note addietro.

⁴⁰ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1573 s.; R. SANTAGATA, *op. cit., loc. ult. cit.*

⁴¹ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1573.

Come in ogni ipotesi in cui coesistano più partecipazioni agli utili di diversa fonte o di diverso grado, si pone il problema dell'ordine preferenziale in cui essi vanno collocati, nel caso in cui non vi siano disposizioni statutarie che regolino la materia, eventualità, quest'ultima, ritenuta risolutiva⁴² e quindi da additarsi come soluzione ottimale da adottare.

Un primo genere di contrasto che può verificarsi è quello fra le azioni di risparmio e le partecipazioni riconosciute, *ex art.* 2432 c.c., a promotori, soci fondatori ed amministratori; la questione si poneva sotto il vigore della l. n. 216 e si pone ancor oggi nel caso in cui alle azioni di risparmio venga attribuito un privilegio "di priorità" che rischi di assorbire tutto l'utile esistente.

Prima del T.U.F., la risposta che veniva data dagli Autori era quasi unanimemente in senso favorevole ai soggetti di cui all'articolo appena citato, e ciò sia da parte di coloro che ritengono un po' eccessiva la nota impostazione di Mignoli, secondo cui le partecipazioni in questione rappresentano un impiego dell'utile (a differenza di quelle dei lavoratori dipendenti, che sarebbero un costo)⁴³, sia da parte di coloro che a quella tesi prestano adesione⁴⁴, o su di essa non si pronunciano⁴⁵. Con la disciplina vigente si ritiene che tale soluzione sia a maggior ragione valida, giacché il privilegio non è più delineato dalla legge, ma affidato all'autonomia privata⁴⁶.

⁴² M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1574 in nota 121. Vigente l'abrogata disciplina degli artt. 14 e 15, l. n. 216: P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 38 s.

⁴³ M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 149.

⁴⁴ P. SPADA, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 592; R. NOBILI, *Commento all'art. 15*, cit., p. 432 s.; P. BALZARINI, *op. cit.*, *loc. ult. cit.* La teoria di A. MIGNOLI è esposta nel suo *Le "partecipazioni agli utili" nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 1966, in particolare, per ciò che qui ci riguarda, alle pp. 104 ss., 123 ss., 170 ss.

⁴⁵ P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 202; P. GUERRA, *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate*, cit., p. 825. A. JORIO, *La riforma delle società commerciali*, cit., p. 533, ritiene che prevalgano sulle nostre azioni le partecipazioni degli amministratori, mentre è dubbioso sulla prevalenza dei promotori e fondatori, a causa dalla loro qualità di soci, al pari degli azionisti di risparmio. Contrario alla tesi dominante M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, cit., p. 78, il quale riteneva si dovesse dare preferenza alla categoria che per prima fosse stata inserita in statuto.

⁴⁶ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1574.

Ci si è posti invece l'ulteriore problema di una concorrenza fra azioni di risparmio ed azioni "privilegiate" ai sensi dell'art. 2351, 2° comma, c.c., nel testo precedente alla Riforma del 2003. Oggi tali riflessioni possono essere considerate valide con riferimento alle azioni "fornite di diritti diversi" di cui all'art. 2348, 2° comma, c.c., le quali, allorché siano dotate di privilegi di un qualche genere, vengono ancora chiamate 'privilegiate', o "con privilegi patrimoniali"⁴⁷.

Ebbene, si è ritenuto che – sempre in assenza di disposizioni statutarie – debba valere il criterio di priorità temporale e non, invece, quello per cui le diverse categorie giacciono sullo stesso piano. La tesi poggia sul principio, radicato nell'art. 1372 c.c., per cui il contratto è modificabile solo con il consenso delle parti e su quello dell'intangibilità della sfera giuridica altrui: l'assenza di una clausola statutaria che regoli l'ordine di preferenza farebbe sì che le emissioni successive non possano considerarsi accettate dai titolari delle precedenti e quindi non siano loro opponibili, e ciò quantunque siano state autorizzate dall'assemblea speciale, o dalle assemblee speciali, delle categorie preesistenti⁴⁸.

Una simile conclusione può suscitare qualche dubbio: se l'assemblea speciale si è pronunciata è perché nell'emissione successiva (o nelle emissioni successive) si profila un pregiudizio per le categorie preesistenti; e se lo scopo dell'assemblea speciale – come di ogni assemblea – è quello di dare una dimensione collettiva ad un determinato interesse, sacrificando il naturale potere di veto del singolo a favore della possibilità di assumere decisioni più agevolmente⁴⁹, allora non sembra così facile togliere al pronunciamento dell'assemblea speciale il valore di una prestazione di acquiescenza, da parte dell'intera categoria, nei con-

⁴⁷ G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, vol. II. *Società*, 6^a ediz., Zanichelli, Bologna, 2013, p. 103.

⁴⁸ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1575. Scrive l'Autore: «né (...) può ravvisarsi nella delibera dell'assemblea speciale della categoria (cui spettava il primo privilegio) *alcun consenso* alla modifica dei diritti spettanti in virtù dell'originario rapporto sociale» (corsivo aggiunto).

⁴⁹ A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., pp. 5, 54; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2. *Diritto delle società*, cit., p. 210.

fronti della nuova emissione, con tutti gli effetti che ne derivano.

3. Limiti generali individuabili in relazione ai privilegi.

Nel quadro di una generalizzata libertà nell'individuazione dei privilegi riconoscibili alle azioni di risparmio, la dottrina ha cercato di individuare la presenza di limiti di ordine generale, ricavabili dal sistema.

Un primo limite, sul quale gli autori concordano⁵⁰, è quello tracciato dal *divieto di patto leonino* di cui all'art. 2265 c.c., disciplina che, come è noto, seppur dettata in tema di società di persone è pacificamente considerata estensibile alle società di capitali⁵¹.

Di conseguenza non saranno ammissibili, per un verso, clausole che attribuiscono agli azionisti di risparmio partecipazioni troppo elevate, tali da determinare, anche solo di fatto, un'impossibilità per gli altri azionisti di accedere agli utili⁵²; per

⁵⁰ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 768; U. BELVISO, *Azioni di risparmio*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 1330; M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1564; N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 56; S. DE VITIS, *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, cit., p. 1001; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1541. Sotto la vigenza della disciplina di cui alla l. n. 216 il problema non si poneva negli stessi termini, in quanto la presenza di privilegi minimi prefissati per legge non portava a chiedersi quali fossero i limiti all'autonomia statutaria per le azioni di risparmio; se mai, la dottrina più attenta si era domandata se fosse compatibile col divieto di patto leonino la spettanza della prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale allo scioglimento (art. 15, 6° c., l. n. 216/1974), concludendo in senso positivo (M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 80 ss.). Invece, il problema di una compatibilità col divieto in questione veniva posto per le azioni "privilegiate", proprio in quanto per esse la legge si rimetteva interamente all'autonomia statutaria (M. SARALE, *Maggiorazione del dividendo*, cit., p. 556).

⁵¹ E. SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto societario italiano*, Cedam, Padova, 1959, p. 135; N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Giuffrè, Milano, 1994, p. 70 ss.; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2. *Diritto delle società*, cit., pp. 80, 212. Ritene invece che il divieto vada limitato alle società di persone M. DE ACUTIS, *op. ult. cit.*, p. 120.

⁵² M. NOTARI, *op. loc. ultt. citt.*; S. DE VITIS, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; M. PRESTIPINO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.* Ciò potrebbe avvenire, come ipotizzato

l'altro, pattuizioni che escludano totalmente le azioni di risparmio dalle perdite⁵³.

È peraltro da rilevare che si tratta di ipotesi prevalentemente teoriche: si è accennato al fatto le società non hanno dimostrato la tendenza ad innalzare troppo i privilegi delle azioni di risparmio. Si è anche visto (*supra*, par. 1) che si ammettono, entro certi limiti, clausole che concedano rendimenti fissi e, quand'anche esse sconfinino nell'ipotesi di una vera e propria sostituzione del diritto all'utile con un diritto di credito, non saranno più da ritenersi consentite per ragioni tipologiche (e v. anche fra poco), non in quanto contrastanti col divieto di patto leonino: rispetto a quest'ultimo, infatti, si potrebbe pur sempre sostenere che la partecipazione alle perdite è semplicemente limitata, in quanto permane il rischio di perdita del capitale conferito⁵⁴.

Su un altro versante, e cioè quello del timore che gli azionisti di risparmio siano invece penalizzati, è stata individuata come limite generale la necessaria *effettività del privilegio*⁵⁵. Con ciò non si intende certamente un privilegio che garantisca comunque un rendimento, giacché la sua aleatorietà è perfettamente lecita⁵⁶, anzi, si potrebbe aggiungere, fisiologica, posto che il socio di società è ordinariamente remunerato ad utile. La prospettiva, se si vuole, è analoga a quella con cui si applica il divieto di patto leonino: è, cioè, una prospettiva sostanzialistica, nella quale, in concreto, si valuterà se, ad esempio, la percentuale di maggiorazione dell'utile è talmente bassa da non poter determinare alcuna percepibile differenza rispetto alle altre azioni.

Un terzo ordine di limiti generali è stato individuato *a livello*

nel primo paragrafo di questo capitolo, a causa del riconoscimento di un diritto al cumulo dei dividendi arretrati eccessivamente protratto nel tempo. Secondo Notari, come si è visto, una tale previsione dovrebbe essere comunque accettata, ma si può ora sollevare qualche dubbio, proprio in relazione ad un aggiramento sostanziale del divieto del patto leonino (sul fatto che quest'ultimo vada inteso, appunto, in senso sostanziale e non solo formale, v. E. SIMONETTO, *op. cit.*, p. 162 ss.; N. ABRIANI, *op. ult. cit.*, p. 54).

⁵³ M. NOTARI, *op. loc. ultt. citt.*; M. PRESTIPINO, *op. cit., loc. ult. cit.*

⁵⁴ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1580.

⁵⁵ U. BELVISO, *op. loc. ultt. citt.*; M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1564.

⁵⁶ *Ivi*, in nota 96.

tipologico, cioè della necessaria compatibilità fra il privilegio concesso e il “tipo” società per azioni⁵⁷. In tale quadro, il diritto concesso dallo statuto dovrà rientrare fra quelli pertinenti ad una partecipazione sociale in società per azioni, poiché l’azionista di risparmio, come si vedrà nel seguito, deve pur sempre essere considerato un socio. Quali esempi di clausole non ammissibili alla luce di tale principio, vengono individuate quelle che interferiscano con le prerogative gestorie dell’organo amministrativo, o che consentano la nomina “separata” di componenti di tale organo (lo si ribadirà nel prossimo capitolo) o, ancora, che attribuiscano diritti a singole azioni o a singoli azionisti, anziché a categorie, formate da più azioni⁵⁸.

⁵⁷ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1565 s.; con riferimento generale a tutte le categorie speciali di azioni: ID., *Le categorie speciali di azioni*, ne *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum G. F. Campobasso*, dir. da Abbadessa e Portale, vol. I, Utet, Torino, 2007, p. 596; P. SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, cit., p. 75 ss.

⁵⁸ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 611 ss. (ove si inquadrano tali ipotesi nella più ampia tendenza a trasferire in clausole statutarie contenuti solitamente presenti in pattuizioni parasociali). Secondo G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, cit., p. 204 in nota 9, la preclusione alla possibilità di riconoscere statutariamente particolari diritti a singoli azionisti deriva dal principio di uguaglianza delle azioni.

CAPITOLO QUINTO

I DIRITTI AMMINISTRATIVI E QUELLI “MISTI”

SOMMARIO: 1. Considerazioni generali sull’atteggiamento legislativo e dottrinale nei confronti dei diritti non patrimoniali. – 2. Diritto di voto? – 3. Diritto di partecipare all’assemblea e di chiederne la convocazione. – 4. Diritto di opzione. – 5. Diritti di denuncia al collegio sindacale e al tribunale. Diritto a promuovere l’azione di responsabilità della minoranza contro gli amministratori. – 6. Diritto di ispezione dei libri sociali. Diritto di prendere visione del progetto di bilancio depositato. – 7. Diritto di impugnare le deliberazioni assembleari invalide. – 8. Diritto di recesso.

1. Considerazioni generali sull’atteggiamento legislativo e dottrinale nei confronti dei diritti non patrimoniali.

Il T.U.F. ha confermato la tradizionale caratteristica delle azioni di risparmio consistente nella privazione del diritto di voto (art. 145, 1° c.), mentre, per quanto riguarda i rimanenti diritti di socio di società per azioni, si è pronunciato soltanto su quelli spettanti in caso di esclusione dalle negoziazioni (2° c., stesso art.), dei quali si è già trattato, e sul diritto di opzione (8° c.)¹.

Si è aperto dunque – o meglio riaperto, giacché esso fer-
veva già sotto la previgente disciplina – il dibattito sulla spettanza dei diritti non contemplati.

A tal proposito, un dato vistoso si è presentato all’attenzione degli interpreti: la disciplina introdotta col Testo unico non ri-

¹ Il diritto di conversione previsto al 7° comma, di cui meglio si dirà, non è degli azionisti di risparmio, ma si riferisce ai soci di altre categorie le cui azioni vengono convertite *in* azioni di risparmio.

pete più due affermazioni presenti nella legge n. 216: quella secondo cui, salve le previsioni specifiche che le riguardano, «le azioni di risparmio (...) attribuiscono gli stessi diritti delle azioni ordinarie» (art. 14, 4° c.) e l'altra in base alla quale i loro possessori «non hanno il diritto di intervenire nelle assemblee della società né quello di richiederne la convocazione» (art. 14, 5° c., 1ª frase). Evidentemente, il problema che si è aperto è quale valore dare a tale intervenuto silenzio da parte del legislatore.

Atteggiamento che non pare fornire di per sé risposte risolutive, giacché consentirebbe di argomentare tanto che le affermazioni riportate non sono state replicate perché non più ritenute valide, quanto che non lo sono state poiché ritenute sottintese e quindi superflue².

Non a caso, in dottrina vi è chi ha affermato, a livello generale, che, a parte il voto, «gli altri diritti amministrativi (...), salva diversa disposizione statutaria, devono ritenersi non spettanti all'azionista di risparmio»³, e chi invece è del parere che «le azioni di risparmio godono di tutti i diritti patrimoniali e amministrativi riconosciuti alle azioni ordinarie, ad eccezione di quelli esclusi»⁴.

Si può tuttavia rilevare un dato, e cioè che le due previsioni della vecchia legge eliminate sono in un certo senso fra loro antitetice⁵, giacché una mirava ad ampliare il campo dei diritti riconoscibili agli azionisti di risparmio (è quella secondo cui ad essi spettavano in linea di principio tutti i diritti relativi alle azioni ordinarie, definibile come “norma di chiusura”⁶), mentre l'altra tendeva a ridurli, escludendone espressamente un paio.

² Esprime in questi termini il dilemma P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, cit., p. 238 s. In effetti, a ben vedere, si tratta semplicemente del ricomparire del quesito circa l'*ubi lex voluit*, che in questo caso si presenta a rovescio, dato che la legge non *dixit né tacuit*, ma, si potrebbe dire, *evanuit*.

³ G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, vol. II. *Società*, cit., p. 104.

⁴ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 764; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2. *Diritto delle società*, cit., p. 215.

⁵ Lo nota N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 60.

⁶ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1591.

Nel sistema previgente esse non erano in contraddizione, poiché la prima poneva un principio generale che la seconda si occupava poi di delimitare; contraddittorio potrebbe invece sembrare il fatto di eliminarle entrambe, se dal legislatore ci si attendeva un segnale nel senso dell'ampliamento o della diminuzione dei diritti riconoscibili. C'è però un'altra possibilità, che consente di trovare una coerenza nel suo operato, ed è quella di considerare l'eliminazione di entrambe le previsioni come *un segno di astensione dell'ordinamento dal porre regole imperative* e di volontà di lasciare nuovamente aperto il campo all'autonomia statutaria⁷, tendenza che già si è rilevato essere presente nel T.U.F.

Di conseguenza, alla sparizione delle due norme non dovrebbe darsi il significato di un'indicazione nel merito circa la presenza di questo o quel diritto, ma semplicemente quella di non più indicare preferenze di legge, lasciando le questioni impregiudicate.

Un altro dato normativo che può riguardare il discorso attuale è rappresentato dal 6° comma dell'art. 145 del Testo unico, in base al quale non si deve tener conto del capitale rappresentato dalle azioni di risparmio ai fini del calcolo delle percentuali minime necessarie per la convocazione dell'assemblea su richiesta dei soci (art. 2367 c.c.), perché l'esperimento dell'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori da parte dell'assemblea comporti anche la loro revoca (art. 2393, 5° c., c.c.), per la rinuncia o transazione della stessa azione (art. 2393, 6° c., c.c.), per il suo esperimento da parte della minoranza (art. 2393 *bis* c.c.), per la denuncia di fatti censurabili al collegio sindacale, con diritto di attivare particolari comportamenti di questo organo (art. 2408, 2° c., c.c.), e per quella di gravi irregolarità al tribunale (art. 2409 c.c.)⁸. Secondo alcuni autori questi divieti

⁷ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1592; N. ABRIANI, *op. loc. ultt. citt.*

⁸ Il testo originario di questo comma faceva riferimento, tranne che per i contenuti di cui al 5° e 6° c. dell'art. 2393 c.c. (che allora occupavano i commi 3° e 4°), ad articoli del T.U.F.: il 125 per la richiesta di convocazione, il 128 per la denuncia al collegio sindacale e al tribunale e il 129 per l'azione sociale di responsabilità su richiesta della minoranza.

implicherebbero logicamente la negazione, da parte della legge, della spettanza agli azionisti di risparmio dei relativi diritti, giacché sembrerebbe incongruo escluderli contabilmente dal calcolo volto al raggiungimento di un determinato effetto e poi ammetterli dal punto di vista sostanziale a fruire di quella stessa situazione giuridica⁹.

La norma, tuttavia, può rivestire un ulteriore interesse.

Vi è stato in dottrina chi ha rilevato che il T.U.F., pur tacendo o essendo estremamente parco riguardo alla spettanza dei diritti amministrativi agli azionisti di risparmio, mostra una singolare coerenza nel rapporto fra i diritti riconosciuti o negati a costoro come singoli e al loro rappresentante comune: quelli che il 6° comma dell'art. 145, poc'anzi citato, parrebbe negare (attraverso l'esclusione delle azioni di risparmio dal computo dei *quorum*) non sono neppure attribuiti al rappresentante comune, mentre quelli per cui l'esclusione è stata fatta cadere (vecchio art. 14, 5° c., l. n. 216) corrispondono a quelli attribuiti espressamente a questo soggetto (art. 147, 3° c., T.U.F.). Si propone dunque un'interpretazione in cui il rappresentante comune andrebbe visto non come una figura che si sostituisce ai soci nell'esercizio di poteri ad essi negati, ma come colui che è deputato a garantire e rafforzare una tutela spettante anche ai singoli, ma che costoro, per loro caratteristica, tendono a trascurare¹⁰.

La creazione, ad opera della Riforma del 2003, della categoria delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (art. 2325 *bis* c.c.) ha comportato lo spostamento dell'integrale disciplina di questi istituti nel Codice civile, con la successiva abrogazione degli articoli appena citati del Testo unico ad opera del d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, col quale si è anche provveduto ad adattare i riferimenti normativi del 6° comma in discorso. L'*iter* qui riassunto è stato esposto un po' più per esteso *supra*, cap. II, par. 4.

⁹ R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 326 (e così anche nelle precedenti edizioni); M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1542.

¹⁰ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1596. Questa soluzione sembra trovare suffragio in un'argomentazione portata a suo tempo da De Acutis per giustificare l'attribuzione del diritto ad impugnare le delibere assembleari annullabili ai singoli azionisti di risparmio (prima della Riforma non erano richiesti *quorum* limitativi minimi per avere tale legittimazione), nonostante il fatto che la legge n. 216 (come oggi il

L'interpretazione è assai interessante e presenta il pregio di non motivare individualmente le risposte circa la spettanza di un diritto o dell'altro, ma di collocarle tutte in un quadro sistematico che sembra dar loro un maggior fondamento.

Un chiarimento preliminare sembra poi necessario: nel discorso che si va facendo, è necessario stabilire se si sta trattando del regime dispositivo dei diritti spettanti agli azionisti di risparmio, ossia quello valido in assenza di disposizioni specifiche degli statuti, oppure degli spazi di manovra che si ritengono consentiti a questi ultimi nel tracciarli. Ove gli autori non forniscano chiarimenti in merito, dovrà ritenersi che essi si riferiscano a soluzioni valide per la regola.

Venendo al merito di questo chiarimento, l'Autore della tesi poc'anzi indicata ne ha seguito la logica, nel tentativo di ricavare dalla legge indicazioni sull'esistenza o meno di limiti ai poteri statutari di negare diritti amministrativi; ha così osservato che il 4° comma dell'art. 147, cit., attribuisce all'atto costitutivo il potere di ampliare i poteri del rappresentante comune (come pure dell'assemblea speciale) e ne ha dedotto che per tutti i diritti spettanti agli azionisti (come singoli) possa valere un tale principio: gli statuti potranno dunque ampliare il corredo di diritti ricavabile dal sistema (su cui v. i successivi paragrafi), ma non ridurlo, di modo che esso si presenterà quale dotazione minimale garantita dei portatori delle azioni di risparmio¹¹.

A tale argomentazione, condivisibile, si può aggiungere che la conclusione a cui perviene è suffragabile sulla base di ulteriori

T.U.F.) attribuisse già al rappresentante comune tale potere. Osserva l'Autore: «la legittimazione concessa al rappresentante comune (...) va colta, infatti, all'altezza della predisposizione degli strumenti, dalla legge ritenuti più adeguati, per tutelare gli interessi specifici della categoria nei confronti della società e, giacendo su di un piano totalmente diverso, non può quindi andare ad interferire – ma soltanto, in determinati casi, concorrere – con l'analoga legittimazione concessa ai singoli componenti della categoria, non in quanto tali, bensì in quanto soci *tout court*» (M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 144 s.).

¹¹ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1598 s. L'Autore aggiunge un ulteriore spunto, basato sulla Relazione al T.U.F., nella quale si dichiara che l'indicazione dei privilegi patrimoniali è stata «totalmente rimessa alla scelta delle parti» e che «si è invece mantenuta una disciplina minima in tema di diritti amministrativi dei possessori delle azioni» (*Relazione al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, in *La riforma delle società quotate*, cit., p. 453).

elementi: se i diritti che verranno riconosciuti, in assenza di pattuizioni espresse, appartengono a quelli che per legge spettano inderogabilmente ai soci di s.p.a., non si vedono ragioni per ammetterne la derogabilità per gli azionisti di risparmio, i quali, come emergerà dal prosieguo (*infra*, cap. VI), devono essere considerati come autentiche parti del contratto di società. È vero che la legge mostra l'intento di affidarsi anche per i diritti amministrativi all'autonomia statutaria, ma non al punto – sembra – da consentirle una cancellazione completa di tali diritti, quale si avrebbe se oltre a quelli esplicitamente (art. 145, 1° c.) o implicitamente (art. 145, 6° c.) esclusi dal T.U.F., si elidessero anche gli altri.

Nei prossimi paragrafi, dunque, si discuterà dei diritti che devono essere considerati come riconoscibili agli azionisti di risparmio in assenza di previsioni statutarie, mentre deve ritenersi che queste ultime possano allargare tale gamma senza alcun limite (escluso ovviamente il diritto di voto) ma non restringerla¹².

2. Diritto di voto?

Data la dizione netta e chiara del 1° comma dell'art. 145 T.U.F. («possono emettere azioni prive del diritto di voto»), sembrerebbe non esservi alcuno spazio per trattare di questo diritto, a proposito delle azioni di risparmio.

Ci si è dovuti tuttavia, a quanto pare legittimamente, interrogare sulla praticabilità nel nostro sistema di ipotesi di disciplina convenzionale analoghe a quelle disposte per legge in altri importanti ordinamenti, per tipologie di azioni simili. In Germania, in tema di *Vorzugsaktien ohne Stimmrecht* (azioni privilegiate senza diritto di voto), il 2° comma del par. 140 dell'*Aktiengesetz* prevede che, se il dividendo privilegiato non è pagato in un anno, né recuperato nel successivo assieme al nuovo dividendo

¹² M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1599 s. Si era pronunciato per la possibilità di deroghe statutarie *in melius* in tema di spettanza dei diritti amministrativi G. B. PORTALE, *Tra "deregulation"*, cit., p. 376. *Contra*, seppur limitatamente ad un diritto: N. ABRIANI, v. la successiva nota 265.

dovuto, le azioni riacquistano il diritto di voto, finché non hanno ricevuto tutto quanto loro spettante. In tal caso, si riconsidera nuovamente, ai fini dei *quorum* richiesti dalla legge o dallo statuto, la percentuale di capitale rappresentata da queste azioni. In pratica, esse ridiventano azioni a voto pieno.

Un simile fenomeno di “restituzione” temporanea del diritto di voto non è ritenuto ammissibile – a quanto pare, giustamente – nel nostro ordinamento, o non almeno negli stessi termini riportati: potrebbe infatti avvenire che azioni di risparmio *al portatore* si trovino a disporre del diritto di voto, cosa che in linea generale non è prevista nel nostro sistema; la strutturazione potrebbe invece ritenersi consentita qualora riguardasse azioni di risparmio nominative¹³.

Con maggiore favore, tuttavia, si guarda ad una soluzione sostanzialmente analoga ma più formalizzata, che prevede, nei casi ipotizzati di mancato pagamento del privilegio, lo scattare di una *facoltà di conversione* in azioni ordinarie, oppure in azioni privilegiate a voto limitato, facoltà che potrebbe essere limitata nel tempo ed accompagnarsi ad una correlativa «conversione automatica “di ritorno”» che si realizzi nel momento in cui la società adempia al pagamento degli utili dovuti¹⁴ (sul punto si tornerà trattando di clausole di conversione).

Sempre in tema di voto, ma su un piano completamente diverso, vi è chi ha proposto la possibilità di attribuire ai portatori di azioni di risparmio, riuniti in assemblea speciale, il potere di eleggere un membro dell'organo di controllo o di quello amministrativo¹⁵, ipotesi formulata prima della Riforma e che oggi troverebbe un riscontro nell'analogia potestà che l'art. 2351, 5°

¹³ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1582.

¹⁴ *Ivi*, p. 1581 s., testo e nota 143.

¹⁵ L. AUTUORI, *Commento all'art. 146*, ne *La disciplina delle società quotate* a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, tomo II, cit., p. 1630 ss. Un suggerimento in tal senso era venuto da G. B. PORTALE, *op. loc. ultt. citt.*, il quale si basa sulla disciplina dei *Partizipationsscheine* svizzeri, per i quali il Codice delle obbligazioni prevede un tale potere; l'Autore mette in guardia tuttavia sulla necessità di predisporre, in sede di eventuale trasposizione nel nostro sistema, meccanismi in grado di prevenire l'obiezione di cui si dirà subito nel testo.

comma, c.c. riconosce (come eventualità selezionabile dallo statuto) ai titolari di strumenti finanziari partecipativi¹⁶. L'idea non ha trovato tuttavia accoglimento, sulla base del rilievo, difficilmente eludibile, che l'elezione da parte dell'assemblea speciale rappresenterebbe una deroga al principio della competenza assembleare (generale) in materia di nomina alle cariche sociali, deroga realizzabile dalla stessa legge (come appunto nel caso dell'art. 2351, 5° c.), ma non in via interpretativa¹⁷.

3. Diritto di partecipare all'assemblea e di chiederne la convocazione.

In epoca successiva all'emanazione del T.U.F. ma precedente rispetto alla Riforma del 2003, era ammessa dalla prevalente dottrina, in assenza di disposizioni statutarie, la spettanza agli azionisti di risparmio del diritto di "intervenire"¹⁸, o di "assistere"¹⁹ alle assemblee generali, pur non mancando autorevoli opinioni contrarie²⁰.

Vi è inoltre chi ha sostenuto la possibilità che tale diritto venga escluso da parte degli statuti²¹.

Con la Riforma del 2003, l'art. 2370 c.c. (*"Diritto d'intervento all'assemblea ed esercizio del voto"*) è stato modificato ed ora il primo comma stabilisce icasticamente che «possono intervenire all'assemblea coloro ai quali spetta il diritto di voto»²²; questa

¹⁶ C. F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 165 ss.

¹⁷ M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria*, cit., p. 1304 s.

¹⁸ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 764 (argomentando nel senso che il diritto di intervento non è solo strumentale a quello di voto, ma è dotato di una propria autonomia); M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1595; R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1181. Non prende posizione sul punto N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 61.

¹⁹ P. MARCHETTI, in G. E. COLOMBO – P. MARCHETTI, *Delisting e azioni di risparmio*, cit., p. 377.

²⁰ P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, cit., p. 239.

²¹ N. ABRIANI, *op. loc. ultt. citt.*

²² L'attuale formulazione risulta da una modifica apportata dal d. lgs. 27 gennaio 2010, n. 27; il testo del 2003 recitava «gli azionisti cui spetta ...» anziché «coloro ai quali spetta ...».

norma sembrerebbe chiudere definitivamente la porta alla possibilità di un intervento degli azionisti di risparmio (in quanto singoli) alle assemblee²³, a meno di distinguere ulteriormente – e la distinzione è presente in dottrina²⁴ – fra “intervento”, inteso come possibilità di prendere la parola, e “presenza” o “semplice partecipazione”, intesa come muta permanenza in qualità di spettatore, ritenendo quindi che l’art. 2370, 1° comma, si riferisca al primo e non anche alla seconda²⁵.

Il diritto di chiedere la convocazione dell’assemblea dovrebbe ritenersi, in base all’impostazione qui seguita, non sussistente (sempre in assenza di diversa disposizione statutaria)²⁶. Più di un autore ha invocato a sostegno di tale soluzione il fatto che la già menzionata esclusione degli azionisti di risparmio dal conteggio per il raggiungimento del *quorum* richiesto sembra deporre implicitamente per la negazione del diritto stesso²⁷; a suffragio di tale conclusione sembra particolarmente convincente l’esempio pratico portato da Notari, il quale mostra concretamente come l’esclusione dal conteggio degli azionisti di risparmio, se unita ad una loro legittimazione alla richiesta di convocazione, creerebbe un’ingiustificata disparità fra l’ipotetica società con azioni di

²³ M. CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 501; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, cit., p. 121; M. PRESTIPINO, *Commento all’art. 145*, cit., p. 1542; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, cit., p. 215; F. GALGANO, *Diritto commerciale, 2. Le società*, cit., p. 441.

²⁴ V. ad es. N. ABRIANI, *op. ult. cit.*, p. 62 in nota 77; G. COTTINO, *Il D. L. 24 febbraio 1998, n. 58. Il nuovo regime delle società quotate: prime considerazioni*, in *Giur. it.*, 1998, p. 1299. In un discorso più generale, A. SERRA, *L’assemblea: procedimento*, in *Trattato delle società per azioni* dir. da Colombo e Portale, vol. III, t. 1, Utet, Torino, 1994, p. 156 s.

²⁵ Proponevo questa possibile via d’uscita in G. MIGNONE, *La disciplina delle azioni di risparmio e l’organizzazione delle azioni di categoria quotate*, in *Codice commentato delle società* a cura di N. Abriani e M. Stella Richter, t. 2, Utet, Torino, 2010, p. 3397 s.

²⁶ M. NOTARI, *Commento all’art. 145*, cit., p. 1593 (con riferimento all’art. 125 T.U.F., poi abrogato: v. la precedente nota 252). Pur senza porre identica premessa è per la negazione del diritto F. GALGANO, *Diritto commerciale, 2. Le società*, cit., p. 441.

²⁷ M. NOTARI, *op. loc. ult. cit.*; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 326; M. PRESTIPINO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*

risparmio e un'altra che ne è priva, dal punto di vista del raggiungimento del *quorum* stesso: avendo entrambe un capitale di 100, l'una con metà di azioni di risparmio e metà ordinarie, l'altra con tutte ordinarie, si avrebbe, accettando la tesi della legittimazione degli azionisti di risparmio, che in entrambe i soci cui è consentito chiedere la convocazione detengono complessivamente 100 di capitale, ma nella prima per raggiungere il *quorum* sarebbe sufficiente una quota di 5 (essendo le azioni di risparmio escluse aritmeticamente dal conteggio *ex art. 145, 6° c.*), mentre nella seconda ne occorrerebbe una di 10²⁸.

Non manca tuttavia chi è favorevole alla presenza del diritto in questione²⁹.

4. Diritto di opzione.

La spettanza agli azionisti di risparmio di questo diritto è regolata espressamente dalla legge, all'art. 145, 8° comma, T.U.F., con una formulazione che, come accennato in precedenza, adatta e migliora quella più sintetica che figurava nella l. n. 216 del 1974.

Nel confronto fra la norma attuale e la precedente, la differenza che sembra di maggior rilievo consiste nell'indicazione di una graduatoria preferenziale delle tipologie di azioni interessate dal diritto di opzione dei soci di risparmio; esso ha per oggetto *in primis* azioni di risparmio «della stessa categoria», e poi, «in mancanza o per la differenza, nell'ordine»: azioni di risparmio «di altra categoria», privilegiate e infine ordinarie.

La domanda preliminare che la dottrina più attenta si è posta riguarda il fatto che tale disciplina sia o meno in linea con quella generale del diritto di opzione, se, cioè, una simile gra-

²⁸ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1593 s. in nota 181.

²⁹ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 764 (ove specifica critica alla tesi riferita nel testo, secondo cui il mancato conteggio degli azionisti di risparmio nei *quorum* relativi a determinati poteri delle minoranze implicherebbe una loro esclusione dai poteri stessi).

duazione dell'oggetto del diritto rappresenti o meno un'eccezione ai principî vigenti in materia.

La disciplina codicistica del diritto di opzione (art. 2441 c.c.) si limita a stabilire che le nuove azioni vanno offerte ai vecchi soci «in proporzione al numero delle azioni possedute», non specificando cosa accada se prima dell'aumento di capitale vi siano più categorie di azioni e se quelle di nuova emissione non riproducano la stessa varietà e/o la stessa proporzione fra i diversi tipi. La dottrina si è allora chiesta se per caso la norma dell'art. 2441, 1° comma, c.c., obblighi le società con più categorie azionarie ad effettuare aumenti di capitale che rispecchino sempre la propria precedente struttura azionaria, in modo da poter offrire ai soci azioni del tipo già posseduto e in quantità proporzionale, ed è arrivata pacificamente alla conclusione che ciò rappresenterebbe una restrizione troppo forte dell'autonomia privata, che la legge certamente non intendeva porre.

In altri termini, non vigerebbe, nel nostro sistema, un obbligo di proporzionalità delle emissioni azionarie rispetto alle categorie preesistenti³⁰.

Di conseguenza, secondo l'interpretazione generalmente riconosciuta, il diritto di opzione dovrà ritenersi soddisfatto anche se al socio vengono offerte azioni di categorie diverse da quella (o quelle) cui appartengono le azioni già in suo possesso, e tuttavia si ritiene che quanto meno occorra rispettare un ordine

³⁰ U. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato* dir. da P. Rescigno, vol. 17, Utet, Torino, 1985, p. 100; nell'ambito del nostro specifico discorso: M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 770; M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1604; in giurisprudenza, sotto la vigenza della precedente disciplina, Trib. Milano, 26 settembre 1991, cit., aveva stabilito che la società non può imporre all'azionista di risparmio di optare azioni ordinarie se vi sono azioni di risparmio nell'aumento di capitale, ma d'altro canto neppure il suddetto azionista può pretendere di optare azioni ordinarie se ve ne sono della sua categoria, e se sono sufficienti ad esaurire il suo diritto. Problema connesso con l'affermazione in discorso è quello riguardante la necessità di approvazione da parte delle assemblee speciali di categoria degli aumenti di capitale "non proporzionali" e delle possibili clausole statutarie che mirano ad escludere a priori tali adempimenti: v. l'Autore ultimo citato, p. 1606.

preferenziale, per cui gli azionisti di una determinata categoria hanno priorità sulle nuove azioni della stessa categoria fino all'esaurimento di essa, dopodiché la percentuale residua di capitale loro spettante potrà essere colmata con azioni diverse³¹.

Confrontando tali risultanze con la disciplina posta per le azioni di risparmio, la dottrina non ha riscontrato incompatibilità ed ha concluso – in modo fin qui condivisibile – che il nostro 8° comma dell'art. 145 T.U.F. si pone, rispetto all'art. 2441 c.c., in un rapporto da norma speciale a norma generale. Ove tale comma ammette la soddisfazione del diritto di opzione con azioni diverse da quelle azioni di risparmio, non fa che confermare l'assenza dell'indicato principio di proporzionalità negli aumenti di capitale e la presenza, invece, di una regola di priorità, per cui l'azionista ha diritto di optare, se e finché ve ne sono, azioni corrispondenti a quelle già possedute³².

Ciò che il comma aggiunge di specifico, si è rilevato, è l'indicazione di un ordine di priorità *ulteriore*, che indica cioè anche quali siano le tipologie diverse da offrire con preferenza: prima azioni di risparmio di altra categoria, poi azioni privilegiate, infine azioni ordinarie³³. Secondo alcuni, ciò non implicherebbe la volontà di stabilire un criterio che potremmo chiamare “di affinità” che governi l'assegnazione delle azioni “diverse” da quelle possedute (in assenza di azioni identiche). In particolare, qualora la nuova emissione consista in due categorie, fra loro diverse, di azioni di risparmio (così come in due categorie fra loro differenti di azioni privilegiate), la norma sarebbe soddisfatta offrendo ai vecchi azionisti di risparmio quantità proporzionali delle nuove azioni, senza distinguere in base

³¹ U. BELVISO, *Le modificazioni*, cit., p. 101. M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1605.

³² M. SEPE, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; M. NOTARI, *op. ult. cit.*, pp. 1604, 1606 s. Quest'ultimo Autore fa osservare (in nota 228) che poco conta il fatto che nell'8° comma siano menzionate solo tre ulteriori tipologie (azioni di risparmio di altra categoria, azioni privilegiate ed azioni ordinarie): l'indicazione deve intendersi come esemplificativa ed espressione di un principio per cui possono essere comunque assegnate azioni diverse da quelle già possedute, di qualsiasi altra categoria.

³³ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1607.

alle loro caratteristiche specifiche e quindi alla loro maggiore o minore affinità con quelle già possedute³⁴.

Sembra tuttavia preferibile, su questo punto specifico, una diversa lettura, che intravede nella successione contenuta nell'ottavo comma dell'art. 145 una logica fondata sulla maggiore o minore affinità del contenuto delle azioni: si è parlato in tal senso, seppur sinteticamente, di «un criterio che tiene conto in maniera via via crescente della pienezza del diritto di voto»³⁵. Si potrebbe aggiungere che non solo del voto si potrebbe tener conto (si pensi all'esempio di poc'anzi dell'emissione di due tipi di azioni di risparmio fra loro diversi), ma più in generale *del complesso di diritti attribuiti dal titolo*, pervenendo – forse non solo per le azioni di risparmio, ma anche per tutte le altre – ad un criterio di assegnazione, in sede di opzione, che riconosca una priorità fondata sulla maggiore *affinità complessiva* rispetto alle azioni di cui già si è proprietari.

Un altro problema interpretativo posto dalla norma di cui all'ottavo comma è il valore da attribuire all'inciso iniziale «salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo»; la dottrina ammette che un'analisi strettamente letterale dovrebbe portare a riferirlo all'intero contenuto del comma, e in particolare alle parole «hanno diritto di opzione», autorizzando così gli statuti ad escludere il diritto di opzione per le sole azioni di risparmio, al di là della disciplina generale del diritto stesso³⁶. Si riconosce tuttavia che una simile interpretazione urterebbe contro la disciplina generale del diritto di opzione, che è «caratterizzata da un forte grado di inderogabilità», in quanto attiene «alla sfera dei diritti individuali di cui né la maggioranza né il contratto sociale p[ossono] disporre liberamente»³⁷. Per tale ottima ragione è risultata prevalente l'interpretazione per cui l'inciso iniziale va riferito soltanto alla parte in cui si istituisce l'ordine di preferenza fra le azioni

³⁴ M. NOTARI, *op. loc. ultt. citt.*

³⁵ M. SEPE, *op. cit.*, p. 770 s.

³⁶ Lo riconosce M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1607.

³⁷ *Ivi*, p. 1608.

da offrire (azioni di risparmio di altra categoria – privilegiate – ordinarie) e la sua funzione è dunque semplicemente quella di autorizzare la società ad adottarne uno diverso³⁸.

Ordine legale di preferenza che, qualcuno ha precisato, deve considerarsi valido anche in due casi particolari: per l'offerta in opzione di nuove azioni ai titolari di obbligazioni convertibili in azioni di risparmio; per l'offerta di obbligazioni convertibili in diverse categorie di azioni ai vecchi azionisti di risparmio, i quali, dunque, avranno diritto di optare con priorità obbligazioni convertibili in azioni di risparmio della stessa categoria, poi di categorie diverse, e così via, in base all'ordine dell'ottavo comma, art. 145 (e salva diversa disposizione dello statuto)³⁹.

5. Diritti di denuncia al collegio sindacale e al tribunale. Diritto a promuovere l'azione di responsabilità della minoranza contro gli amministratori.

Il diritto di denuncia di fatti censurabili al collegio sindacale, con gli effetti di cui al 2° comma dell'art. 2408 c.c. (ottenendo cioè che il collegio debba indagare senza ritardo e presentare conclusioni e proposte all'assemblea), e quello di denuncia di gravi irregolarità al tribunale, *ex* art. 2409 c.c., non spetterebbero agli azionisti di risparmio secondo l'ipotesi qui accolta⁴⁰, pur sembrando prevalenti le voci favorevoli⁴¹.

³⁸ M. SEPE, *op. cit.*, p. 771; M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1608; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1543.

³⁹ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1609.

⁴⁰ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1594 (e v. qui il precedente par. 1); R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 326; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1542.

⁴¹ Espressamente: P. MARCHETTI, in G. E. COLOMBO – P. MARCHETTI, *Delisting e azioni di risparmio*, cit., p. 377. In base alla loro impostazione generale: M. SEPE, v. alla nota 248; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, cit., p. 215; F. GALGANO, *Diritto commerciale, 2. Le società*, cit., p. 442. Ovviamente, vigente la vecchia disciplina, data la premessa della spettanza in linea generale degli stessi diritti delle azioni ordinarie, non si poneva in dubbio il riconoscimento di

Nel periodo fra l'emanazione del T.U.F. e la Riforma del 2003, vi è stato chi opportunamente ha sollevato il problema della spettanza agli azionisti di risparmio del diritto di denuncia al collegio sindacale ai sensi del *primo* comma dell'art. 2408 c.c., nel quale non è richiesto alcun *quorum* legittimante, anzi è scritto chiaramente (prima come dopo la Riforma) che «ogni socio può denunciare (...)». La risposta data al quesito, in quella situazione temporale e normativa, era stata negativa circa la sussistenza del diritto⁴², soprattutto, a quanto pare, per le rilevate difficoltà di coordinamento fra il testo originario del 6° comma dell'art. 145, che faceva riferimento all'art. 128 T.U.F., e l'art. 2408 c.c.⁴³. Oggi, tuttavia, dopo l'abrogazione dell'art. 128 T.U.F. e lo spostamento della disciplina della denuncia per tutte le società nel Codice civile, vi è un argomento positivo a favore della conclusione opposta: il 6° comma in questione, nell'elencare i casi in cui il capitale di risparmio è escluso dal calcolo di determinati *quorum*, fa un preciso riferimento al 2° comma dell'art. 2408 c.c., non menzionando il primo. Di conseguenza, non può valere l'argomento di fondo qui condiviso, per cui l'esclusione dai *quorum* sottintende esclusione dal diritto e si può senz'altro affermare che l'azionista di risparmio ha diritto ad effettuare la denuncia al collegio sindacale *di cui al primo comma* dell'art. 2408 c.c.

Riacquista invece valore il suddetto argomento per quanto riguarda il diritto di promuovere l'azione sociale di responsabilità ad opera di una minoranza di soci, istituita dallo stesso T.U.F. (art. 129) per le società quotate e poi estesa con la Riforma del 2003 a tutte le società per azioni, con abrogazione dell'art. 129 stesso⁴⁴ ed inserimento dell'istituto nell'art. 2393

quelli di denuncia: P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 198; M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 138; R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, cit., p. 40; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, cit., p. 84.

⁴² M. NOTARI, *op. loc. ultt. citt.*

⁴³ Si veda la precedente nota 252.

⁴⁴ Abrogazione peraltro effettuata con ritardo dal d. lgs. n. 37 del 6 febbraio 2004 (v. la precedente nota 252).

bis c.c. Si deve perciò propendere per la non spettanza di tale diritto⁴⁵, sebbene anche in questo caso vada segnalata l'esistenza di opinioni favorevoli alla sua sussistenza⁴⁶.

6. Diritto di ispezione dei libri sociali. Diritto di prendere visione del progetto di bilancio depositato.

Il diritto di ispezionare i libri previsti ai nn. 1) e 3) del 1° comma dell'art. 2421 c.c. (libro dei soci e libro delle adunanze e deliberazioni dell'assemblea), in quanto attribuito con riferimento generale ai "soci" dall'art. 2422 c.c. e non richiamato da alcuna norma specifica del T.U.F., è ritenuto spettante agli azionisti di risparmio da parte della dottrina⁴⁷; identica era la risposta sotto la vigenza della vecchia disciplina (stante anche la più volte ricordata clausola generale dell'art. 14, 4° comma, l. n. 216/1974)⁴⁸.

Deve ritenersi che spetti agli azionisti di risparmio pure il diritto di prendere visione del bilancio depositato nella sede della società nei 15 giorni che precedono la delibera che dovrebbe approvarlo, in quanto anch'esso attribuito ai "soci" (e quindi a tutti i soci) dall'art. 2429, 3° comma, c.c.

7. Diritto di impugnare le deliberazioni assembleari invalide.

Il diritto degli azionisti di risparmio di impugnare le deliberazioni affette da *nullità* non è stato mai posto in discussione,

⁴⁵ Con riferimento all'art. 129 T.U.F.: M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1595. Con riferimento all'art. 2393 *bis c.c.*, M. PRESTIPINO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*

⁴⁶ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 764 (anche in questo caso con riferimento all'abrogato art. 129 T.U.F.).

⁴⁷ M. SEPE, *op. cit.*, *loc. ult. cit.* (in base alla premessa generale posta); M. NOTARI, *op. loc. ult. cit.*; N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 63; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2. *Diritto delle società*, cit., p. 215 (anche in questo caso, in base alla premessa generale della spettanza di tutti i diritti non esclusi dalla legge).

⁴⁸ P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 200 (con qualche dubbio a proposito del libro delle adunanze dell'assemblea).

giacché è legittimato a tale azione «chiunque vi abbia interesse» (art. 2379, 1° c., c.c.).

Per quanto riguarda le delibere *annullabili*, sotto la vigenza della l. n. 216 la maggioranza della dottrina era favorevole alla presenza del diritto di impugnarle⁴⁹, ed anche la giurisprudenza si era pronunciata in tal senso⁵⁰, pur dovendosi rammentare l'esistenza, all'epoca, della clausola generale di spettanza dei diritti sociali, già più volte menzionata.

Nel periodo fra l'emanazione del T.U.F. e quella del decreto di Riforma del 2003, seguendo la premessa di massima qui illustrata nel par. 1, nel senso che i poteri del rappresentante comune non si sostituiscono ma riproducono quelli del singolo azionista di risparmio, si è ribadito il diritto di quest'ultimo all'impugnazione⁵¹. La prevalente dottrina divideva tale soluzione. Alcuni lo facevano in base alle loro premesse generali circa una spettanza generalizzata dei poteri amministrativi⁵². Altri argomentavano in base all'art. 157 T.U.F., secondo il quale la delibera di approvazione del bilancio di una società quotata, che abbia ottenuto dal revisore una valutazione diversa da quella negativa o di impossibilità di esprimere un giudizio, può essere impugnata (per mancata conformità del bilancio alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione) dai soci che rappresentano il 5% del capitale; si osservava che in questa disposizione la generica dizione "soci" è riferibile anche a quelli di risparmio e poteva quindi far propendere per una loro legittimazione all'impugnativa in tutti i casi di annullabilità della delibera⁵³. La giurisprudenza si era pronunciata

⁴⁹ M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 144; R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, cit., p. 39 s.; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, cit., p. 82 ss. Contrari tuttavia C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Commentario Schlesinger*, cit., p. 183; P. SPADA, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 587.

⁵⁰ Trib. Milano, 26 settembre 1991, cit.

⁵¹ NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1595 ss.; in base ad analogia premessa,

⁵² M. SEPE, *op. cit.*, p. 764.

⁵³ N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 63; R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1181 s.

nello stesso senso⁵⁴, mentre qualche voce contraria si registrava in dottrina⁵⁵.

L'intervento della Riforma ha in questo caso inciso in modo determinante sulla soluzione al quesito; infatti, il vigente art. 2377 c.c. non si limita più, come nella versione precedente, a stabilire che sono legittimati all'impugnazione i «soci assenti o dissenzienti»: nel 2° comma, aggiunge ai precedenti gli «astenuti», ma soprattutto, nel successivo 3° comma, indicando le quote minime di capitale che devono essere possedute ai fini dell'impugnazione, precisa che quest'ultima «può essere proposta dai soci quando possiedono tante azioni aventi diritto di voto con riferimento alla deliberazione che rappresentino (...) ecc.». Il chiaro riferimento alle «azioni aventi diritto di voto» esclude inevitabilmente dal novero gli azionisti di risparmio, i quali avranno invece a disposizione il rimedio di cui al 4° comma, in base al quale i soci, pur legittimati, che non raggiungono numericamente i *quorum* richiesti «*e quelli che, in quanto privi di voto, non sono legittimati a proporre l'impugnativa*» possono domandare il risarcimento dei danni loro cagionati dalla delibera annullabile⁵⁶.

La conclusione appena raggiunta prevede tuttavia un'eccezione: si è osservato infatti in dottrina che l'art. 157, 1° comma, 1ª frase, T.U.F. continua a prevedere che le delibere di approvazione di un bilancio che abbia riportato le tipologie di giudizio più favorevoli da parte del revisore legale o della società di revisione legale possono essere impugnate dai soci che rappre-

⁵⁴ Trib.Milano, 6 novembre 2000, in *Giur. it.*, 2001, p. 768.

⁵⁵ G. ZANARONE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, vol. III, t. 2, Utet, Torino, rist. 1998, p. 299.

⁵⁶ M. CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 501; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1543; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, cit., p. 215. In giurisprudenza: Trib. Roma, 7 luglio 2011, cit., ove si precisa peraltro che l'azione per il risarcimento non è preclusa dall'avvenuto recesso degli azionisti di risparmio. Tuttora favorevole alla possibilità di impugnazione F. GALGANO, *Diritto commerciale, 2. Le società*, cit., p. 442.

sentino almeno il 5% del capitale⁵⁷; la permanenza del termine “soci” giustifica anche quella di un’interpretazione che, seppur limitatamente a questo tipo di impugnazione, include fra i legittimati gli azionisti di risparmio⁵⁸.

Correlativamente, essi potranno concorrere al *quorum* – sempre del 5% del capitale – previsto dalla 2^a frase dello stesso 1° comma dell’art. 157 per effettuare la richiesta al tribunale di controllare la conformità del bilancio consolidato alle norme che ne disciplinano la redazione⁵⁹.

8. Diritto di recesso.

È da precisare che si tratterà ora del diritto di recesso ordinario, spettante nei casi di legge, e non del recesso eventualmente attribuibile con clausola statutaria, in base al 2° comma dell’art. 145 T.U.F. (sul quale v. *supra*, cap. III, par. 5).

Il Testo unico non si pronuncia sul diritto in questione, né lo faceva specificamente la legge n. 216 del 1974 (salva tuttavia la già ricordata clausola con cui si riconoscevano alle azioni di risparmio «gli stessi diritti delle azioni ordinarie», ad eccezione di quelli espressamente esclusi).

Nel periodo di vigenza di quest’ultima legge, la dottrina, tranne un’isolata opinione formulata non molto tempo dopo la sua emanazione⁶⁰, era favorevole alla sussistenza del diritto⁶¹.

⁵⁷ È variato rispetto al 1998 solo l’elenco dei giudizi sfavorevoli previsti dal 4° comma dell’art. 156, che oggi include anche i «richiami di informativa relativi a dubbi significativi sulla continuità aziendale».

⁵⁸ M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria*, cit., p. 1303 [«ciò (...) in considerazione della funzione del bilancio come strumento di determinazione dell’utile di esercizio e quindi base di commisurazione, secondo l’*id quod plerumque accidit*, del privilegio patrimoniale spettante alle azioni di risparmio»]; M. PRESTIPINO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*

⁵⁹ Lo rilevava già N. ABRIANI, *op. loc. ultt. citt.*

⁶⁰ P. GUERRA, *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate*, cit., p. 824 s.

⁶¹ P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 209, 216 (pur con qualche perplessità); M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 140 in

Gli argomenti a sostegno dell'opposta tesi negativa consistevano nella carenza di interesse degli azionisti di risparmio verso le decisioni assembleari in genere, in particolare verso quelle considerate dalla norma sul recesso, nonché nel fatto che l'assenza del voto impediva loro di poter essere ritenuti "dissenzienti", come richiesto dall'art. 2347 c.c. e così pure di poter essere "assenti". Ad essi la dottrina maggioritaria aveva replicato che vi è certamente un interesse degli azionisti di risparmio, quanto meno nel caso di trasformazione⁶², ma altresì nelle ulteriori ipotesi di modifiche rilevanti della struttura societaria, alle quali essi non hanno modo di opporsi, se non appunto esercitando il recesso⁶³.

Successivamente all'emanazione del T.U.F. l'opinione positiva è stata riaffermata⁶⁴.

La Riforma sembra avere, seppur indirettamente, suffragato tale tesi: in precedenza vi era chi aveva fatto notare che l'art. 131 T.U.F. aveva introdotto una nuova causa di recesso, nei casi di fusione o scissione che comportassero l'assegnazione di azioni non quotate al posto di quelle quotate; si osservava che tali modifiche quasi certamente avrebbero comportato un possibile pregiudizio per gli azionisti di risparmio, in quanto azionisti di categoria, e che costoro perciò sarebbero stati chiamati a pronunciarsi mediante la loro assemblea speciale, rientrando così – pur attraverso una pronuncia "separata" – nel novero dei possibili soci dissenzienti, legittimati al recesso⁶⁵. Ebbene, l'art. 131 T.U.F. è stato abrogato dal decreto di coordinamento n. 37 del 2004 ed il suo contenuto è oggi ricompreso nella previsione dell'art. 2437 *quinquies* c.c., la cui portata è, almeno teori-

nota 42; F. FENGHI, *Appunti sulle azioni di risparmio*, cit., p. 781; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, cit., p. 82 (il quale tuttavia non ritiene spettante il recesso nell'ipotesi del cambiamento del tipo sociale); P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 61 s.

⁶² M. DE ACUTIS, *op. loc. ultt. citt.*

⁶³ P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 62.

⁶⁴ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1600; N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 63. Fra i favorevoli deve annoverarsi, in base alla sua dichiarazione generale di spettanza di tutti i diritti amministrativi non espressamente negati, anche M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 764.

⁶⁵ M. NOTARI, *op. loc. ultt. citt.*

camente, più ampia⁶⁶, dato che esso concede il recesso ai «soci che non hanno concorso alla deliberazione che comporta l'esclusione dalla quotazione». Dovrebbe perciò ritenersi che la spettanza del recesso agli azionisti di risparmio ne risulti confermata⁶⁷.

Un'ulteriore precisazione pare significativa: come nell'ipotesi appena presa in considerazione, si è osservato che vi sono cause di recesso, le quali comportano *la necessità di un'approvazione da parte delle assemblee speciali*, e per quel che ci riguarda, di quella degli azionisti di risparmio; ad esempio, una trasformazione può dare origine ad un'altra società con azioni (da s.p.a. a s.a.p.a., o viceversa), ed allora l'approvazione non sarà necessaria, ma qualora essa conduca ad una società non azionaria, con estinzione della categoria "azioni di risparmio", una tale delibera occorrerà⁶⁸. In tal caso, come pure in quello visto poc'anzi e relativo all'abrogato art. 131 T.U.F., da leggersi oggi con riferimento all'art. 2437 *quinquies c.c.*, *il tipo di voto dato dal singolo azionista di risparmio nell'assemblea speciale dovrebbe assumere un valore*, nel senso che sarà legittimato a recedere (solo) colui che nell'assemblea speciale sia risultato dissenziente, o assente, o astenuto⁶⁹.

⁶⁶ M. NOTARI, *Il recesso per esclusione*, cit., pp. 533, 539, ove trattazione dei diversi risvolti della modifica legislativa. L'Autore precisa in particolare che «[le] ipotesi di fusione e scissione (...) peraltro, dovrebbero continuare a rappresentare il principale terreno di gioco della norma in esame» (*ivi*, p. 540). Della questione circa l'ammissibilità di un *delisting* per decisione della società si è detto *supra*, cap. III, par. 6.

⁶⁷ M. CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 502 s.; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, 2. *Diritto delle società*, cit., p. 216 in nota 36; sembra esprimersi favorevolmente anche dopo la Riforma, seppur con un brevissimo accenno, M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 533. Favorevole al riconoscimento del diritto di recesso alle azioni "istituzionalmente prive del voto" M. VENTORUZZO, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, cit. p. 41.

⁶⁸ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1600 s. L'Autore riconosce che un'alternativa consisterebbe nella richiesta del consenso unanime da parte di tutti gli azionisti di categoria, pur preferendo la soluzione riportata nel testo.

⁶⁹ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1601.

Si può aggiungere un ultimo rilievo, e cioè che, se si riconosce agli azionisti di risparmio il diritto di recesso, ai fini di un suo consapevole e tempestivo esercizio sembra importante riconoscer loro anche il diritto di *presenziare*, pur senza voto e senza diritto di intervento, alle assemblee generali della società.

CAPITOLO SESTO

IL DIBATTITO SULLA NATURA SOCIETARIA
DEL RAPPORTO SOTTOSTANTE ALLE AZIONI DI RISPARMIO

SOMMARIO: 1. Le opinioni formulate sotto la vigenza della l. n. 216 del 1974. – 2. La discussione all'epoca del T.U.F. e dopo la Riforma del 2003. – 3. L'azionista di risparmio come partecipante all'esercizio in comune dell'attività sociale.

1. Le opinioni formulate sotto la vigenza della l. n. 216 del 1974.

Una volta esaminate le caratteristiche delle azioni di risparmio, si può dar conto di un problema assai dibattuto sotto la vigenza della precedente disciplina, quello riguardante la loro “natura”, o più precisamente la natura del rapporto che lega i loro portatori alla società.

Al momento della loro introduzione, nel 1974, esse rappresentarono un innesto fortemente anomalo nel sistema del diritto azionario¹. Fino a quel momento, le uniche azioni a voto non pieno previste dalla legge erano state quelle “privilegiate” nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento, che potevano avere il diritto di voto limitato alle sole assemblee straordinarie (art. 2351, 2° c., vecchio testo, c.c.); il fatto che il legislatore avesse ammesso soltanto, e per di più in via eventuale, una limitazione, anziché un'esclusione del diritto di voto, veniva assunto come un segnale del fatto che il possesso di

¹ V. il rilievo di P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 212 s.: «un dato è sicuro: che l'azione e forse anche il concetto di società, quale noi lo conosciamo finora, si è modificato per l'inserzione delle azioni di risparmio».

quest'ultimo, quantunque limitato, rappresentasse un attributo ineliminabile della qualità di socio². Si vedeva il voto in assemblea come l'ultimo residuo, in una società normalmente a larga o larghissima base sociale, di quell'"esercizio in comune dell'attività" richiesto in generale per le società lucrative da quella che – allora – ne era la "nozione" (art. 2247 c.c.).

L'azione di risparmio distrugge improvvisamente queste sicurezze ed innesca, come si diceva, una discussione di principio.

Chi più aveva indagato sul problema della tipicità del contratto sociale, ed aveva perciò maggiore dimestichezza con le fattispecie limitrofe, sostenne che la privazione completa del diritto di voto, unita alla postergazione nella partecipazione alle perdite, portava il rapporto sottostante alle azioni di risparmio al di fuori del modello associativo e lo avvicinava maggiormente a quello dei contratti di scambio, in particolare all'associazione in partecipazione³.

Altri ritennero che la questione classificatoria rivestiva una scarsa importanza, maggiormente contando la risoluzione di concreti problemi applicativi⁴.

² Scrive il Nobili (R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, cit., p. 1219 s.) che il diritto di voto «secondo l'opinione tradizionale, è un diritto individuale dell'azionista, del quale la società non può disporre con una deliberazione dell'assemblea». Egli tuttavia ammette che «alla luce (...) delle norme sulle azioni di risparmio, (...) il voto non sembra più essere caratteristica essenziale dell'azione» e di conseguenza occorre domandarsi «se (...) il relativo diritto vada ancora considerato un diritto individuale, o invece un diritto proprio di certe categorie d'azioni (ordinarie, privilegiate a voto limitato)».

³ P. SPADA, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 590 ss.; ID., *La tipicità delle società*, Cedam, Padova, 1974, p. 196; M. BIONE, *Le azioni di risparmio fra mito e realtà*, cit., p. 181. Anche P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 217, chiama in causa l'associazione in partecipazione, nel momento in cui rileva che «gli azionisti di risparmio sono rigidamente esclusi da ogni partecipazione alla attività comune in ordine alla quale hanno solo una posizione di tutela e di garanzia dell'interesse patrimoniale». Egli tuttavia abbandona rapidamente lo spunto, facendo leva sui residui dubbi esistenti circa la natura associativa o "di scambio" di quel contratto. Conclude quindi, se pure con numerose perplessità, per la natura societaria del rapporto legato alle azioni di risparmio: «siamo in presenza di una operazione non societaria? (...) Io direi di no».

⁴ R. WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, cit., p. 34 ss.

La prevalente dottrina si attestò tuttavia man mano sulla posizione per cui le azioni di risparmio, pur con le loro vistose deviazioni dallo schema-base delle ordinarie, rientravano pur sempre nella categoria azionaria ed attribuivano ai loro portatori la qualità di socio⁵.

In particolare De Acutis, nel suo studio specifico, imposta addirittura il suo discorso interpretativo sulla base della “qualificazione giuridica” delle azioni di risparmio⁶.

Gli argomenti portati per sostenere la permanente natura sociale di queste ultime sono reperiti nell'utilizzo del termine “azione” da parte del legislatore e nel fatto che il conferimento ad esse relativo sia imputato a capitale, col relativo vincolo di indisponibilità⁷. Inoltre, si osserva che «l'azionista di risparmio, oltre a godere del privilegio di cui [all'art. 15, 1° c., l. n. 216], concorre regolarmente con gli azionisti ordinari alla distribuzione degli utili residui, eventualmente deliberata dall'assemblea» (si allude qui al privilegio ulteriore con maggiorazione del 2%, di cui al 2° comma dell'art. ult. cit.) e che, in relazione ad entrambi i benefici, egli è comunque sottoposto all'alea del conseguimento di un utile: ciò «è cosa ben diversa, crediamo, da un diritto di credito *tout court*»⁸. Operando il confronto con la posizione di associato in partecipazione, la figura più vicina e al tempo stesso posta sicuramente al di là del confine del rapporto sociale, De Acutis osserva che l'azionista di risparmio, in quanto socio, beneficia di tutto il saldo positivo dell'attività

⁵ P. FERRO-LUZZI, *op. ult. cit.*, p. 217 s.; M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 61 ss.; R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, cit., p. 1212 s.; P. GUERRA, *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate*, cit., p. 822 ss.; C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Commentario Schlesinger*, cit., p. 180; P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., pp. 7, 33.

⁶ Il secondo capitolo, quello centrale e il più lungo di un volume di complessivi tre, si intitola appunto “Qualificazione giuridica e collocazione sistematica”, e in esso le soluzioni interpretative proposte dell'Autore vengono man mano vagliate alla luce della compatibilità della posizione dell'azionista di risparmio con quella di un socio. Preliminarmente l'Autore confuta la tesi secondo cui la questione della natura giuridica del titolo non avrebbe rilevanza ai fini interpretativi (M. DE ACUTIS, *op. ult. cit.*, p. 62 ss).

⁷ P. FERRO-LUZZI, *op. ult. cit.*, p. 217; M. DE ACUTIS, *op. ult. cit.*, p. 66.

⁸ M. DE ACUTIS, *op. ult. cit.*, pp., rispettivamente 71, 72 ed *ivi* in nota 33.

dell'ente, compresi gli incrementi patrimoniali dei beni, e dunque partecipa al cosiddetto utile di bilancio, mentre l'associato partecipa solo all'utile di esercizio⁹.

L'Autore adotta un concetto di "esercizio in comune" corrispondente a quello delineato qualche anno prima da Paolo Spada, e che si potrebbe per brevità definire come teoria dell'esercizio in comune inteso come attività funzionalizzata¹⁰. Nonostante questa comune base di partenza, le conclusioni cui i due Autori pervengono, per quanto riguarda la qualità di socio dell'azionista di risparmio, sono divergenti. Su ciò si tornerà fra breve.

2. La discussione all'epoca del T.U.F. e dopo la Riforma del 2003.

Dopo l'emanazione del T.U.F. le perplessità circa la natura sociale del rapporto legato alle azioni di risparmio non scompaiono, nonostante che si tenda oggi a dare la questione per risolta

⁹ M. DE ACUTIS, *op. ult. cit.*, p. 118, testo e nota 166.

¹⁰ Secondo tale teoria, l'esercizio in comune dell'attività non implicherebbe una necessaria partecipazione dei soci all'attività stessa, ma andrebbe rinvenuto «nella funzionalizzazione del momento della produzione delle fattispecie di diritto comune, individuabile in ordine ad un interesse di gruppo (programmazione contrattuale del risultato d'una attività, della destinazione di questo risultato e dei modi relativi di erogazione)» (P. SPADA, *La tipicità delle società*, cit., p. 179). In altri termini, ciò che «garantisce il carattere comune dell'attività e funge allora da antecedente del rilievo reale metaindividuale proprio della società e degli altri fenomeni associativi» è la «dimensione funzionale in ordine ad una zona precostituita di interessi di gruppo, della produzione degli atti» (*ivi*, pp. 162-163). Nelle efficaci parole con cui De Acutis sinteticamente esprime la teoria, «ciò che [nelle società] configura e garantisce l'"esercizio in comune di un'attività economica", lungi dal potere essere risolto nei termini di una necessaria partecipazione di tutti i soci all'attività o nella possibilità offerta a tutti di contribuire alle scelte gestionali, è, invece, il rapporto funzionale che con il contratto di società si instaura tra il gruppo dei partecipanti al fenomeno e la figura soggettiva deputata a produrre o, se si preferisce, il momento della produzione e (...) da tale rapporto discende la conseguenza che il gruppo sia il necessario destinatario del risultato, di tutto il risultato, comunque prodottosi» (M. DE ACUTIS, *op. ult. cit.*, p. 106).

con l'unica, originaria obiezione di Paolo Spada. Vi è chi si esprime in termini alquanto dubitativi¹¹ e chi fa una pur breve allusione all'opportunità del mantenimento, da parte del legislatore, della denominazione di "azioni", osservando come il Codice delle obbligazioni svizzero, all'art. 656a, attribuisce il nome di "buoni di partecipazione" (*Partizipationsscheine*) a titoli molto simili¹². Altri, pur accettando l'opinione favorevole alla natura azionaria (v. fra poco), non mancano di far notare che, *sotto il profilo economico*, non si può negare una vicinanza col capitale di credito¹³.

Su un diverso piano, vi è chi, con spirito in fondo giuspositivista, propone di capovolgere l'impostazione per cui i nuovi istituti vengono interpretati sulla base dei vecchi ed adottarne una che reinterpreti l'esistente – in questo caso il concetto di "azione" – sulla base della novità legislativa¹⁴. Di conseguenza, si ritiene che oramai il termine "azione" «esprima essenzialmente partecipazione al capitale sociale»¹⁵. E in effetti sarà questa la lettura destinata poi ad affermarsi.

Altri, pur ritenendo "interessante" la posizione da ultimo riportata, adottano una linea più tradizionale, ritenendo che l'azione di risparmio non abbia perso la sua natura di partecipazione sociale, a cagione della stessa denominazione di "azione", del conferimento che confluisce nel capitale come tutti gli altri ed infine all'insieme stesso delle norme che, come nel caso della previsione di un'emissione in sede di aumento di capitale, mostrano di "trattare" i nostri titoli, appunto, come azioni¹⁶. Su posizione analoga, un Autore accenna brevemente, ma assai

¹¹ N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 58.

¹² G. B. PORTALE, *Tra "deregulation"*, cit., p. 374.

¹³ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 763.

¹⁴ P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, cit., p. 230. Tale impostazione era stata già sostenuta dall'Autore nel suo precedente scritto *Le azioni di risparmio* (1975), cit., p. 193.

¹⁵ *Ivi*, p. 231.

¹⁶ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1592; su posizione analoga R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1180, per il quale sono decisivi «la qualificazione *formale* e l'imputazione dell'apporto a capitale».

opportunamente, al fatto che l'elemento discrezionale in grado di identificare la partecipazione sociale va individuato nell'esercizio in comune dell'attività¹⁷.

Con l'intervento della Riforma, viene estesa a tutte le società per azioni la possibilità di emettere azioni prive del diritto di voto, per giunta senza alcun onere di prevedere un privilegio che compensi tale assenza (art. 2351, 2° c., c.c.; v. in merito il cap. che segue). Inoltre, viene introdotta la nuova figura degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, 6° c., c.c.)¹⁸, i quali, pur collocandosi all'interno del preesistente ed indiscusso principio della libertà di emissione dei titoli di credito, rappresentano una forte incentivazione normativa all'emissione di fattispecie nuove di strumenti, da alcuni definite "ibride", ma che comunque mirerebbero a riempire lo spazio intermedio fra azioni ed obbligazioni. Proprio quello spazio nel quale si collocano, sebbene in posizione sbilanciata verso le prime, le azioni di risparmio.

La generalizzazione della facoltà di creare azioni senza voto ha fatto definitivamente scomparire – se ancora vi era – l'illusione che tale diritto fosse connaturato all'idea di azione. Il dibattito apertosi in relazione agli strumenti cosiddetti "ibridi" ha fatto irrompere sulla scena figure ambigue e talora sconcertanti, provenienti dalla prassi straniera, come il capitale "mezzanino"¹⁹, o le *non-share shares* (azioni non-azioni)²⁰, le quali mirano a spezzare la classica distinzione fra capitale proprio e debito, introducendo elementi ovviamente di novità, ma anche di preoccupazione per gli interessi di chi entra in relazione con una società.

¹⁷ M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 764.

¹⁸ Sul tema v. da ultimo A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria nella S.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Giuffrè, Milano, 2012; A. VALZER, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2012.

¹⁹ V. LEMMA, "Mezzanine finance": nuova generazione di prestito subordinato?, in *Banca borsa*, 2007, I, p. 93 ss.

²⁰ Menzionate in L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa*, 2005, I, p. 174 ss.

La (eventuale) privazione del voto, accanto al moltiplicarsi, sebbene quasi soltanto teorico²¹, degli strumenti del mercato, ha costretto il concetto “generale” di azione – quello cioè applicabile a qualsiasi appartenente al genere – a ridursi fino ai minimi termini, quelli appunto (già preconizzati nel 1998) per cui essa si caratterizza per il semplice fatto che il relativo apporto (tecnicamente “conferimento”) è imputato a capitale²².

Ed è proprio su tale base che l’azione di risparmio viene oggi ancora – e a maggior ragione – inclusa nella categoria²³.

3. L’azionista di risparmio come partecipante all’esercizio in comune dell’attività sociale.

Forse, tuttavia, non è inevitabile che si debba considerare il socio di società per azioni, rispetto alla società, come nient’altro che un qualsiasi soggetto il cui contributo è inserito in un punto del bilancio piuttosto che in un altro.

Ai fini dell’identificazione della qualità di socio, è determinante la presenza dei requisiti previsti dall’art. 2247 c.c.: il conferimento, la partecipazione agli utili e l’esercizio in comune dell’attività. Essendo i primi due elementi presenti anche in altre posizioni soggettive, come quella dell’associato in partecipazione, l’attenzione si concentra sul terzo.

Si è visto in precedenza che un Autore, il De Acutis, pur adottando la stessa nozione di esercizio in comune messa a punto da Spada, perviene a soluzioni opposte rispetto a questi circa la natura sociale del rapporto sottostante alle azioni di risparmio.

La nozione di cui trattasi è quella dell’esercizio in comune inteso come “attività funzionalizzata”²⁴. In altra sede, chi scrive

²¹ Assai poche sono state le emissioni di strumenti finanziari partecipativi.

²² C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 74.

²³ M. PRESTIPINO, *Commento all’art. 145*, cit., p. 1540. Si esprimono per la qualità di socio dell’azionista di risparmio: G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, cit., p. 215; F. GALGANO, *Diritto commerciale, 2. Le società*, cit., p. 443.

ha tentato una critica ad essa, giudicandola suggestiva sul piano descrittivo del fenomeno per cui alcuni soggetti amministrano un'attività economica imputata collettivamente ad altri, ma non efficace come criterio di individuazione di chi partecipi o meno a tale fenomeno, cioè di chi è socio e chi non lo è²⁵. Ciò potrebbe spiegare, fra l'altro, la segnalata divergenza fra le tesi dei due Autori sopra citati.

Nella stessa sede si era tracciata una diversa, possibile nozione di esercizio in comune, che si cercherà qui di riassumere.

Assai spesso l'esercizio in comune nelle società lucrative è identificato nella gestione comune, e dunque confuso con essa.

Rispetto alle società di persone tale identificazione non crea grossi problemi, salvo che nel caso del socio accomandante, il quale è escluso (anche se non completamente) dalla gestione. Nelle società di capitali, la "distanza" del singolo socio dalla gestione può essere più o meno ampia nella s.r.l., a seconda della strutturazione della società, ma è certamente molto grande nella s.p.a. (limitandoci ovviamente all'aspetto formale e astratto: ovvio che il socio di maggioranza può essere egli stesso amministratore o avere una notevole influenza *di fatto* sull'amministrazione). Ciò ha portato a concludere che in questi casi non vi è più esercizio in comune, che diventerebbe dunque uno pseudo-requisito. L'ultimo suo riflesso sarebbe rappresentato dal diritto di voto in assemblea, in particolar modo quello diretto all'elezione dei membri dell'organo di gestione.

In tale prospettiva, sparito il voto, scompare anche ogni pur flebile traccia di esercizio in comune. Quest'ultimo però, si è cercato di dimostrare²⁶, non si esaurisce nella gestione comune; esistono attività – ed anche numerose – che i soci svolgono nel quadro dell'organizzazione sociale, e dunque, seppur indirettamente, della conduzione dell'impresa sociale, che sono estranee alla gestione, eppure riconducibili all'esercizio in comune: appartengono a questo genere il prender parte a tutte le modifiche

²⁴ Su di essa, v. un brevissimo accenno *supra*, in nota 323 e le citazioni ivi operate

²⁵ G. MIGNONE, *L'associazione in partecipazione*, cit., p. 159 ss.

²⁶ *Ivi*, p. 172 ss.

del contratto, all'approvazione del bilancio, all'elezione degli amministratori e, più in generale, a qualsiasi attività attinente alla vita sociale che preveda la partecipazione dei soci. Esse rappresentano *gli aspetti non gestorî dell'esercizio in comune* e vi partecipano i soci accomandanti della s.a.s. e tutti i soci di s.p.a.

Si è visto (cap. V) che gli azionisti di risparmio, pur non godendo del voto, beneficiano tuttavia di altri diritti attinenti alla vita della società, e dunque allo svolgimento della relativa attività. Ad esempio, secondo la tesi accolta, essi possono partecipare (senza diritto d'intervento) alle assemblee generali, impugnarne le deliberazioni, prendere visione del bilancio nel momento in cui esso è depositato prima dell'assemblea di approvazione, ispezionare i libri indicati dall'art. 2422 c.c. In dottrina è stato efficacemente dimostrato²⁷ come l'assemblea speciale ed il rappresentante comune degli azionisti di risparmio siano *organi sociali*: dunque, il prendere parte al primo di questi organi e alla nomina del secondo rientra nell'esercizio in comune.

In conclusione, se si accolgono le premesse svolte, si potrebbe dire che gli azionisti di risparmio *sono soci perché partecipano*, se pur in misura limitata, *all'esercizio in comune dell'attività sociale*²⁸.

²⁷ C. COSTA, *Il rappresentante comune*, cit., p. 24 ss. Accoglie la ricostruzione (con riferimento esplicito al rappresentante comune) G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, cit., p. 217 in nota 38.

²⁸ A tale conclusione si era giunti, pur da un diverso versante, in un discorso centrato sull'associazione in partecipazione e paragonando i valori mobiliari incorporanti questo contratto e le azioni di risparmio, in G. MIGNONE, *op. ult. cit.*, p. 312 ss.

CAPITOLO SETTIMO

AZIONI DI RISPARMIO
E AZIONI PRIVE DEL DIRITTO DI VOTO

SOMMARIO: 1. Dall'atipicità diagnosticata a quella conclamata. – 2. Azioni di risparmio ed azioni senza voto *ex art.* 2351 c.c.

1. Dall'atipicità diagnosticata a quella conclamata.

Fino alla Riforma delle società di capitali e cooperative del 2003, le azioni di risparmio erano le uniche nel nostro ordinamento a poter essere private del diritto di voto (fatta eccezione per le azioni di godimento) e le società quotate erano le sole legittimate ad emettere azioni di un tal genere. La Riforma, come è noto, modificando l'art. 2351 c.c., vi ha inserito al 2° comma la possibilità generalizzata, per le società per azioni, di creare (oltre ad altre tipologie) «azioni senza diritto di voto».

La previsione si pone nel quadro di una più generale liberalizzazione, operata sempre dalla Riforma, del “contenuto”, in termini di diritti, delle azioni. In precedenza, l'art. 2348, vecchio testo, c.c., dopo aver sancito al 1° comma il formale principio di uguaglianza delle azioni, aggiungeva al 2° che «si possono tuttavia creare categorie di azioni fornite di diritti diversi con l'atto costitutivo o con successive modificazioni di questo». Sebbene si deducesse, legittimamente, da questa norma la vigenza di un principio di atipicità delle azioni¹, esso veniva generalmente interpretato, se così può dirsi, in senso restrittivo: data anche la

¹ C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Commentario Schlesinger*, cit., p. 62.

presenza di una definizione legale delle azioni “privilegiate”², si riteneva che l’astratta libertà statutaria di creare nuove azioni si «esaurisse» all’interno delle categorie già previste dalla legge, quali le già menzionate azioni privilegiate, quelle di godimento (art. 2353 c.c.), quelle a favore dei prestatori di lavoro (art. 2349 c.c.) o con prestazioni accessorie (art. 2345 c.c.), cui venivano aggiunte, dopo il 1974, le azioni di risparmio previste dalla legge speciale³.

La diffusione di un simile atteggiamento spiega perché il legislatore della Riforma abbia aggiunto alla vecchia formulazione del 2° comma dell’art. 2348 c.c. («si possono (...) creare (...) categorie di azioni fornite di diritti diversi») le parole «anche per quanto concerne la incidenza delle perdite»⁴ ed abbia poi a ciò agganciato una seconda frase, che suona: «in tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle azioni delle varie categorie». Entrambi gli inserti sono a rigore superflui; ma il primo ha lo scopo di fugare i dubbi che erano stati manifestati in ordine alle azioni cosiddette

² Il 2° comma dell’art. 2351, vecchio testo, recitava: «l’atto costitutivo può tuttavia stabilire che le azioni privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società abbiano diritto di voto soltanto nelle deliberazioni previste nell’art. 2365» [cioè quelle dell’assemblea straordinaria]. Seguendo la denominazione normativa, queste azioni erano dette “privilegiate” e ad esse si è già fatto più volte riferimento in questa sede. La dottrina più attenta distingueva all’interno della categoria fra azioni privilegiate con voto limitato e azioni semplicemente privilegiate (a voto pieno), ben consentite dalla legge, giacché, secondo la disposizione appena citata, «l’atto costitutivo può (...) stabilire che (...) abbiano diritto di voto soltanto ecc.» (G. COTTINO, *Diritto commerciale*, vol. I, t. 2. *Le società e le altre associazioni economiche*, 3^a ediz., Cedam, Padova, 1994, p. 379).

³ M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, cit., p. 51 s. Analizzando la situazione retrospettivamente, come in questa sede: U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 971; M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 595, ove si parla, per il periodo antecedente alla Riforma, di una «atipicità “solo apparente” delle categorie speciali», ed *ivi* in nota 4, ove si rileva che «la dottrina precedente alla riforma del 2003 finiva spesso, in modo più o meno conclamato, per considerare le categorie speciali di azioni un *numerus clausus* istituito di fatto dallo stesso legislatore» (corsivo originale).

⁴ Ove «la incidenza» è fuori dalla grammatica, poiché per gli articoli determinativi “lo” e “la”, come per l’indeterminativo “una”, l’elisione è obbligatoria.

“postergate”⁵, mentre il secondo si giustifica appunto con l’intento di rafforzare la vecchia formulazione, in presenza evidentemente di un’interpretazione che non ne traeva tutte le conseguenze possibili.

E soltanto in base alla lettura restrittiva di cui si è detto si spiega anche l’atteggiamento della dottrina che, dopo la Riforma, manifesta costantemente la preoccupazione di rimarcare l’avvento, o il rafforzamento, del principio di atipicità delle azioni⁶.

Ma il legislatore del 2003 non si limita a ribadire la presenza del principio di atipicità; all’art. 2351 c.c., citato poc’anzi e dedicato al diritto di voto, si pone ad esemplificare tipologie particolari: azioni prive del voto, con voto limitato a particolari argomenti, subordinato al verificarsi di particolari condizioni⁷. Ciò per un verso potrebbe essere visto come l’assolvimento di un ruolo suggestivo e incentivante che il legislatore degli ultimi anni sembra talora assegnarsi. Per l’altro non può tacersi che, in assenza di questa specificazione, difficilmente dalla sola regola generale di atipicità gli interpreti sarebbero giunti ad ammettere la possibilità di creare azioni totalmente prive del voto.

Prima della Riforma la prevalente dottrina, con poche se pur autorevoli voci di dissenso⁸, non ammetteva che le società

⁵ *Relazione al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, § 4, 2*

⁶ N. ABRIANI, *Introduzione alla Sezione V*, ne *Il nuovo diritto societario*, t. 1, cit., p. 214; V. SANTORO, *Commento all’art. 2351*, ne *La riforma delle società. Commentario del d. lgs. 17 gennaio 2003, n.6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, t. 1, Giappichelli, Torino, 2003, p. 149; U. TOMBARI, *op. cit.*, p. 972; F. GALGANO, *Diritto commerciale, 2. Le società*, cit., p. 218; P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, cit., p. 93.

⁷ La giustificazione, come può leggersi nella *Relazione al d. lgs. n. 6 del 2003*, sta nel fatto che, «rimanendo naturalmente salva la possibilità di elaborare nuove forme di categorie di azioni rispetto a quelle già riconosciute dalla pratica, si è ritenuto opportuno espressamente far riferimento ad alcune ipotesi che, per la loro utilità o per i problemi interpretativi cui hanno dato luogo, meritano una diretta considerazione» (§ 4, 2; il passo è citato anche da U. TOMBARI, *op. cit.*, p. 971).

⁸ F. GALGANO, *Le società per azioni. Principi generali*, ne *Il Codice Civile. Commentario dir. da Schlesinger, Giuffrè, Milano, 1996*, p. 223 ss.

non legittimate dalla l. n. 216, e poi dal T.U.F., potessero emettere azioni “di risparmio”, o comunque prive del diritto di voto⁹. A suffragare tale assunto si indicava il fatto che allora il Codice prevedesse espressamente soltanto azioni a voto limitato e l’assenza di quel diritto nelle azioni di risparmio veniva giustificata proprio con la loro eccezionalità e subordinatamente alle cautele che la legge per esse predisponneva (emissione solo da parte di società quotate, necessaria presenza di privilegi compensativi, più complessa organizzazione di tutela dei portatori)¹⁰. Il voto, in altri termini, magari limitato ma pur sempre presente, era considerato quale tratto tipologico essenziale delle azioni¹¹, tanto che – come si è visto – la comparsa delle azioni di risparmio innescò immediatamente un dibattito in punto di tipicità.

Oggi, l’autorizzazione generalizzata all’emissione di azioni senza voto ha messo a tacere bruscamente le voci che sostenevano la sua necessaria presenza, e tuttavia ha nel contempo ridisegnato il concetto stesso di “società” per azioni, abbassando – come pure si è visto – la generica nozione di “socio” ad un livello minimale.

2. Azioni di risparmio ed azioni senza voto *ex art. 2351 c.c.*

Per quanto più strettamente ci riguarda, il riconoscimento di azioni “senza voto”, nell’art. 2351, 2° comma, c.c., ha posto il problema del coordinamento fra questa norma e la disciplina

(secondo cui la regola speciale della l. n. 216 impediva soltanto che le società non quotate emettessero azioni di risparmio *al portatore*, mentre la libertà di emissione consentiva perfettamente che esse creassero tali azioni con regolare circolazione nominativa); O. CAGNASSO, voce *Azioni di società*, in *Digesto IV, Discipline privatistiche, Sezione commerciale*, Vol. I, Utet, Torino, 1991, p. 130.

⁹ P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 193 s.; N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 65; R. SANTAGATA, *Commento all’art. 145*, cit., p. 1172.

¹⁰ V. *supra*, cap. I.

¹¹ Scrivono A. GRAZIANI – G. MINERVINI – U. BELVISO, *Manuale di diritto commerciale*, cit., p. 157 s., che «problema prevalentemente teorico, ma sul piano della teoria assai stimolante, è se le azioni – quando prive del diritto di voto (azioni di risparmio, azioni di godimento nel silenzio dell’atto costitutivo) – siano vere e proprie azioni, attribuiscono cioè ai portatori la qualità di soci».

delle azioni di risparmio, problema per la cui soluzione il legislatore ha fornito come unico indizio diretto un inciso, posto all'inizio di tale comma: «*salvo quanto previsto dalle leggi speciali*». Non vi è quindi da stupirsi se a partire da tale inciso si siano sviluppate le interpretazioni.

Secondo alcuni, esso varrebbe a far salva la normativa del T.U.F., nel senso che alla situazioni da questo disciplinate non si applicherebbe quanto di seguito disposto; di conseguenza le società quotate, disponendo già dello strumento specifico delle azioni di risparmio, non potrebbero emettere azioni di alcuno dei generi enumerati dal 2° comma dell'art. 2351 c.c.¹², oppure potrebbero emettere quelle con voto limitato per argomenti o subordinato a particolari condizioni, ma non quelle genericamente prive del voto¹³. La giustificazione di ciò è indicata nel fatto che il ricorso al mercato esigerebbe un accrescimento delle tutele, quale è dato dalle caratteristiche complessive delle azioni di risparmio rispetto a generiche azioni senza voto (ci si riferisce in particolare alla presenza del privilegio)¹⁴, ovvero dalla circostanza che la tipicità stessa delle prime sarebbe in grado di colmare le asimmetrie informative che gli investitori sul mercato scontano, rispetto a chi acquista le azioni in base ad una trattativa individuale¹⁵.

¹² V. SANTORO, *Commento all'art. 2351*, cit., p. 148 (la tesi è stata tuttavia proposta prima del d. lgs. n. 37 del 2004, come fa notare U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 980 in nota 47: è da presumere che oggi essa confluirebbe in quella di cui alla nota seguente).

¹³ A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1301 s.; E. DESANA, *Le azioni e il diritto di voto*, cit., p. 119; P. MONTALENTI, *La società quotata*, cit., p. 127; N. ABRIANI, *Commento all'art. 2351, 1°-4° comma*, cit., p. 320; U. TOMBARI, *op. cit.*, p. 979 s.; P. MONTALENTI – S. BALZOLA, *La società per azioni quotata*, cit., p. 93; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1537 s.; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, cit., p. 214 in nota 30; N. ABRIANI e ALTRI, *Diritto delle società. Manuale breve*, 5^a ediz., Giuffrè, Milano, 2012, p. 148 (nei seguenti termini: «alle azioni senza diritto di voto emesse dalle società quotate (...) si applicano (...) le norme dedicate alle azioni di risparmio (art. 145 ss. T.U.F.)»).

¹⁴ A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, p. 1302; U. TOMBARI, *op. cit.*, p. 979.

¹⁵ V. SANTORO, *op. loc. ultt. citt.*; A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit., loc. ult. cit.* (entrambi gli Autori pubblicano nel 2003).

Specularmente, come alcuni dei sostenitori di questa tesi hanno cura di precisare, le società che non sono quotate in mercati regolamentati non potrebbero emettere titoli denominati “azioni di risparmio”, i quali resterebbero una prerogativa di quelle che lo sono¹⁶.

Secondo altri autori, l'inciso con cui esordisce il 2° comma dell'art. 2351 c.c. non necessariamente andrebbe inteso come se vietasse l'applicazione di quanto segue per ogni ipotesi in cui vi sia una disciplina speciale ad occuparsi dello stesso tema; esso potrebbe invece intendersi come se facesse salvo quanto previsto in leggi speciali, nel senso di non modificare quanto in esse disciplinato sui corrispondenti aspetti. In tal modo l'inciso varrebbe ad assicurare la coesistenza delle due discipline. Pertanto, anche le società quotate potrebbero emettere azioni “senza voto” ex art. 2351, 2° comma, c.c., senza l'obbligo di corredarle con un privilegio come le azioni di risparmio¹⁷. Esse però, è stato opportunamente precisato, non potrebbero fregiarsi del nome di queste ultime¹⁸.

Si riconosce che in tal modo l'inciso d'esordio della disposizione ultima citata finirebbe per suonare superfluo, in quanto una norma generale non potrebbe comunque abrogarne una speciale¹⁹; d'altra parte ciò risulterebbe meno forzato del considerare l'art. 145 T.U.F. come derogatorio, *ex ante* (in quanto preesistente), del principio generale di libera determinazione del contenuto delle azioni posto dal rinnovato art. 2348, 2° comma, c.c. e tale da introdurre, per le azioni delle sole società quotate, un regime eccezionale rispetto alle altre società per azioni²⁰.

¹⁶ M. PRESTIPINO, *op. cit.*, p. 1538.

¹⁷ M. CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 506 ss.; C. F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, cit., p. 190; M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria*, cit., p. 1294 ss.; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse*, cit., p. 130 ss.

¹⁸ M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 1300.

¹⁹ M. CIVITELLI, *op. cit.*, p. 508.

²⁰ M. CIVITELLI, *op. cit.*, p. 509.

In prima battuta, chi scrive aveva accolto la prima delle due tesi indicate²¹. Tuttavia, sono stati proprio alcuni rilievi di un sostenitore di tale opinione a condurre ad un ripensamento: egli scrive che «la norma contenuta nell'art. 145 Tuf – il cui significato normativo era, prima della riforma, quello di sancire che solo le società (...) quotate potevano emettere azioni prive (...) di voto e necessariamente privilegiate (...) – *assume oggi tutt'altro significato*. (...) Le società non quotate (...) godono oggi di una maggiore autonomia, potendo il loro statuto prevedere che il sacrificio del diritto di voto non sia compensato da alcun privilegio patrimoniale. La necessità di fornire le azioni senza voto emesse dalle società quotate di particolari privilegi patrimoniali, si traduce ovviamente in *una limitazione dell'autonomia statutaria*, la quale si giustifica alla luce delle esigenze di tutela del mercato mobiliare e dei risparmiatori»²². Dunque, il passaggio dal T.U.F. alla Riforma determinerebbe nel nostro caso, con l'interpretazione che ora si critica, un capovolgimento di prospettiva: la società quotata passerebbe da una posizione di maggiore ad una di minor autonomia.

Senonché non sembra di vedere alcun altro segnale di questo intento. Anzi: in linea generale, come osservato da un altro sostenitore della tesi abbandonata, «la disciplina delle azioni di risparmio, come prevista dal TUF, è l'antesignana della linea di enfaticizzazione dell'autonomia statutaria»²³. Si è avuto occasione di osservare ciò già in precedenza: non vi è frattura di intenti, ma se mai continuità, in tema di autonomia statutaria, fra T.U.F. e Riforma del 2003. Dovremmo allora ammettere che tale linea viene derogata proprio in riferimento alle società quotate, che nel Testo unico segnavano la linea avanzata di tale tendenza?

L'argomento storico (ovviamente, di storia recente) in questo caso non è trascurabile²⁴: come si è visto ad inizio trattazio-

²¹ G. MIGNONE, *La disciplina delle azioni di risparmio*, cit., p. 3403.

²² M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1537 s. (corsivi aggiunti).

²³ A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1301.

²⁴ Così, se pur sinteticamente, M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria*, cit., p. 1294 s.

ne (*supra*, cap. I), la possibilità di emettere azioni di risparmio prive del voto venne giustificata in origine proprio col fatto che la si attribuisse alle società quotate, in virtù dei maggiori controlli a cui erano sottoposte e delle conseguenti maggiori garanzie che offrivano al mercato. Non è forse una contraddizione che queste stesse caratteristiche siano oggi usate per riconoscere loro *una minore autonomia* proprio sotto il medesimo profilo?

Il coordinamento più plausibile fra le due discipline dovrebbe dunque prevedere che alle società quotate si applichino anzitutto, in quanto società per azioni, le norme del codice civile; in seconda battuta, varranno le norme del T.U.F. per esse specificamente dettate, le quali derogheranno a quelle del Codice in quanto incompatibili²⁵. In tema di rapporto fra azioni senza voto ed azioni di risparmio non sembra di riscontrare una tale incompatibilità: le seconde sono una categoria in più, dotata di una tipicità maggiore delle prime, riservata alle società quotate, le quali tuttavia potranno scegliere di emettere, in base al diritto comune delle s.p.a., azioni senza voto non ulteriormente qualificate (e che, come sopra precisato, non potranno chiamarsi “azioni di risparmio”).

È vero che rimangono alcune discrasie: la più vistosa è quella per cui le azioni di risparmio devono necessariamente compensare la privazione del voto col privilegio patrimoniale, mentre le generiche “azioni senza voto” possono essere emesse senza alcun privilegio. L'imperfezione peraltro è comprensibile, in quanto deriva dal fatto che le due regole riflettono due diversi momenti dell'evoluzione del nostro diritto societario, il quale, negli ultimi decenni, si è mosso costantemente lungo una linea di riduzione degli obblighi di legge ed aumento della libertà contrattuale degli operatori (con qualche eccezione di non gran-

²⁵ Si riterrebbe quindi di invertire l'ordine prefigurato da U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni*, cit., p. 977 s., secondo cui «con riferimento ad una società con azioni quotate, troveranno applicazione, nell'ordine: a) il T.U.F., in quanto legge speciale, per le materie ivi disciplinate (...); b) le disposizioni del codice civile espressamente previste per le s.p.a. quotate (...); c) le disposizioni sulle “società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio”; d) il diritto azionario comune, per quanto non diversamente previsto ai livelli normativi sopra indicati».

de rilievo, come la cosiddetta “Legge sulla tutela del risparmio”, l. 28 dicembre 2005, n. 262)²⁶. Certo, è singolare come i due momenti cui si fa riferimento siano fra loro così vicini, ma nel 1998 il legislatore del T.U.F. stava già introducendo vistose liberalizzazioni nella disciplina delle azioni di risparmio: eliminava il privilegio patrimoniale minimo imposto per legge, il diritto al recupero, il necessario privilegio in casi di riduzione del capitale e in sede di scioglimento, la norma per cui tali azioni hanno in linea di principio gli stessi diritti delle altre, abbassava i *quorum* decisionali dell’assemblea speciale, ma alzava quelli necessari per impugnarne le deliberazioni. Non avrebbe potuto anche – prescindendo dal fatto che non era nella sua delega – liberalizzare l’emissione di azioni senza voto a tutte le società per azioni²⁷, senza suscitare un eccessivo scalpore.

Per realizzare tale liberalizzazione ha dovuto attendere qualche anno e la riforma del diritto societario nel Codice civile, ma è evidente che, una volta ammesse al beneficio tutte le società azionarie, non può immaginarsi che egli abbia inteso escluderne quelle quotate, che sono state fino a quel momento la punta di diamante del processo. Per fare un parallelo²⁸, si pensi anche soltanto ai limiti quantitativi all’emissione di obbligazioni, che la Riforma del 2003 raddoppia per le s.p.a. in generale (art. 2412, 1° c., c.c.), ma elimina del tutto per le quotate (5° c., art. ult. cit.): la giustificazione che viene data per questa discrepanza è che appunto la società quotata offre maggiori, e non minori garanzie, rispetto ad una non quotata²⁹. E al possibile argomento per cui

²⁶ La riduzione non è stata fatta, peraltro, eliminando norme, ma, paradossalmente, aggiungendone, nel tentativo di introdurre meccanismi compensativi che fossero in grado di controbilanciare i possibili effetti negativi delle avvenute liberalizzazioni (tipico il caso della disciplina dei conferimenti in s.p.a. “senza stima”, introdotti dal d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142).

²⁷ Proposta che peraltro era stata già da tempo avanzata: F. CESARINI, *Le azioni di risparmio: la prassi*, cit., p. 1192.

²⁸ L’esempio è utilizzato da M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria*, cit., p. 1296.

²⁹ G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, vol. II. *Società*, cit., p. 109.

qui si tratta di diritti meramente patrimoniali, mentre nel caso del voto si tratta di diritti “amministrativi”, e dunque di situazioni di potere, può risponderci che in campo societario il “potere” è finalizzato non ad altro che ad interessi puramente e semplicemente economici.

La rilevata, apparente contraddizione fra il fatto che le società quotate possano essere legittimate ad emettere azioni senza voto anche mancanti di privilegi, ma se emettono “azioni di risparmio” devono necessariamente prevederne, se storicamente può motivarsi nel modo che si è tentato di esporre, può trovare anche una giustificazione sul diverso piano logico-applicativo, che spiega forse perché il legislatore non abbia, in sede di coordinamento, semplicemente “eliminato” le azioni di risparmio.

Già si è avuto in altra sede occasione di argomentare come in campo contrattuale la tipicità svolga un ruolo fondamentale³⁰, ruolo che non manca di manifestarsi anche in materia di titoli di credito, in particolare per quelli “di massa”, visto che – come non è mai superfluo rammentare – ad ogni titolo corrisponde un sottostante contratto³¹. Il ruolo insostituibile della tipicità, nei rapporti commerciali, consiste, rispetto ai soggetti, nella sua efficacia nel consentire una rapida e precisa individuazione del proprio interlocutore, rispetto agli oggetti nell’analogo effetto di chiarezza e certezza di ciò di cui si sta trattando. Volendo esprimere ciò in termini economicistici (ma la sostanza non muta), la tipicità abbassa i costi di transazione³².

³⁰ G. MIGNONE, *L’associazione in partecipazione*, cit., p. 646 in nota 206 (e v. la dottrina ivi cit.).

³¹ R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit. pp. 5 e 13.

³² Si condividono su questo punto pienamente le considerazioni di M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 1297 s.: «si deve (...) ritenere che il senso della conservazione della denominazione “azioni di risparmio” risieda, dopo la riforma, essenzialmente nel suo valore “segnaletico” a tutela dell’affidamento del mercato, servendo ad individuare un *genus* di partecipazioni azionarie all’interno del quale l’autonomia statutaria può individuare ulteriori *species*, tutte però caratterizzate, sul versante patrimoniale, dal riconoscimento di “particolari” (...) diritti (...) e, sul versante corporativo, dalla necessaria privazione del diritto di voto. In

L'azione di risparmio, pur nell'ambito del suo limitato successo, rappresenta per gli operatori un punto di riferimento, mentre non è certo che generiche "azioni senza voto" emesse dalle società quotate riscuoterebbero maggiori favori, e ciò anche indipendentemente – si badi – dal fatto che queste ultime possano mancare di privilegi. Certo, ci si può domandare chi e perché acquisterebbe azioni senza voto e senza privilegi, e questa è già una buona ragione per lasciar sopravvivere le azioni di risparmio.

Ma, soprattutto, si vuole porre in rilievo come sia *la tipicità in sé* a generare affidamento e a giustificare quindi, nel nostro caso, la permanenza della fattispecie tipica, accanto alla nuova tipologia, la cui presenza si giustifica economicamente con l'intento di non lasciare chiusa agli operatori alcuna possibilità, nella speranza – o nell'illusione – che la differenziazione del prodotto svolga, qui come in generale nel commercio, un ruolo incentivante della domanda.

Non è da trascurare, infine, l'argomento comparatistico, che offre un ulteriore sostegno alle riflessioni appena svolte³³: negli

questo modo, la legge assolve alla funzione specifica di standardizzare l'offerta sul mercato e di precostituire all'autonomia privata un determinato "tipo" di investimento in azioni, provvisto di una propria disciplina (...), contribuendo così a minimizzare gli elevati costi transattivi che altrimenti le parti incontrerebbero nel negoziarne in dettaglio il contenuto». Si veda anche, nella successiva nota 21, la preziosa citazione che l'Autore fa dell'opera di Natalino IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Laterza, Bari, 1998, p. 54, in cui l'illustre Scrittore ribadisce l'importanza della tipicità negoziale per il funzionamento del mercato, come fattore di regolarità e costanza degli effetti degli strumenti giuridici utilizzati. Dalle parole di Maugeri emerge con chiarezza il fatto che le azioni di risparmio non rappresentano più, dopo il 1998, un esempio di tipicità assoluta, dato che il T.U.F. ha lasciato ampie aperture di regolazione ai privati, all'interno del modello legale. Si tratta tuttavia pur sempre di una struttura tendenzialmente tipica, e sul punto pare significativa l'ulteriore riflessione effettuata da un altro Autore (prima della Riforma del 2003): commentando l'avvenuta liberalizzazione del privilegio patrimoniale ad opera del Testo unico del 1998, M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 768, osserva che «probabilmente saranno le società emittenti e le società di gestione del mercato rispettivamente ad addivenire e a *richiedere una certa standardizzazione* dei privilegi connessi alle azioni di risparmio qualora queste siano destinate alla negoziazione borsistica; laddove ciò non accadesse ben difficilmente si potranno avere titoli caratterizzati da quella diffusione e liquidità che l'efficienza di un sistema di negoziazioni di mercato impone» (corsivo aggiunto).

³³ Uno spunto in questo senso in M. MAUGERI, *op. cit.*, cit., p. 1295.

altri Paesi europei, ed anche fuori dall'Europa, le azioni senza voto esistono come tali senza differenziazioni, in ordine all'emissione, fra società quotate e non. In una prospettiva di integrazione, è difficile immaginare che una disciplina comune possa lasciar sussistere per le quotate maggiori oneri per l'utilizzo di tali azioni rispetto alle non quotate.

Una volta ammessa l'utilizzabilità da parte di tutte le società per azioni dello strumento delle azioni senza voto, non sembra tuttavia classificazione adeguata quella che ne fa una categoria del tutto separata o "autonoma" rispetto a quella delle azioni di risparmio³⁴. O, più esattamente, essa può accogliersi tranquillamente se intende sottolineare la libera selezionabilità dell'una o dell'altra, ma non se istituisce una barriera fra esse: sembra infatti più opportuno, e più rispondente ad una considerazione sovranazionale della situazione, che le azioni di risparmio siano viste come *un sottotipo speciale* (nel senso di "legislativamente caratterizzato per proprietà intrinseche e per soggetti legittimati all'utilizzo") *delle azioni prive del diritto di voto*, intese come categoria generale.

³⁴ M. CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali*, cit., p. 510; M. MAUGERI, *op. cit.*, p. 1297 in nota 16.

CAPITOLO OTTAVO

LA CONVERSIONE DELLE AZIONI DI RISPARMIO

SOMMARIO: 1. La conversione delle azioni. Generalizzazione dell'istituto e sue funzioni. – 2. (*Segue:*) Tipologie di conversione e loro ammissibilità. – 3. (*Segue:*) Estensione della conversione anticipata. – 4. Conversione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio. – 5. Conversione di azioni di risparmio in azioni di altra categoria. – 6. Clausole di conversione.

1. La conversione delle azioni. Generalizzazione dell'istituto e sue funzioni.

Solo assai di recente il tema della conversione, in riferimento alle azioni in generale, sta venendo all'attenzione degli studiosi.

Il Codice civile, nella sua versione originaria, conosce la *conversione del contratto nullo* (art. 1424), istituito in base al quale un tale negozio può produrre gli effetti di uno valido, se ne possiede i requisiti formali e sostanziali e se deve ritenersi che le parti lo avrebbero voluto, qualora fossero state consapevoli della nullità¹.

La mini-riforma operata con la legge n. 216 del 1974, oltre ad introdurre le azioni di risparmio, disciplinò anche le *obbligazioni convertibili in azioni*, già diffuse nella prassi, inserendole tuttavia nel Codice, con l'aggiunta di un nuovo art. 2420 *bis*².

Nel Codice si continuava tuttavia a non parlare di una conversione *di azioni*, poiché essa era prevista per le sole azioni di

¹ Sul tema v. da ultimo G. GIAIMO, *Conversione del contratto nullo*, ne *Il codice civile. Commentario*, fond. da Schlesinger e dir. da Busnelli, Giuffrè, Milano, 2012.

² G. DOMENICHINI, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1993. F. GALGANO, *Diritto commerciale*, 2. *Le società*, cit., p. 414, precisa che esse erano già menzionate nell'art. 4 del d.lgs. 14 febbraio 1948, n. 49.

risparmio, che restavano regolate al di fuori di esso, nella citata legge n. 216, all'art. 14, 2° comma.

La revisione della disciplina delle azioni di risparmio ed il suo spostamento nel T.U.F., nel 1998, hanno modificato assai poco la previsione relativa alla possibilità di una loro emissione in sede di conversione, che è rimasta identica quasi alla lettera, salva l'eliminazione, a suo tempo segnalata, della precisazione per cui l'assemblea straordinaria determina condizioni e modalità di esercizio dell'operazione, cesura sul cui significato si tornerà fra breve.

Con la Riforma del 2003 la conversione di azioni fa il suo ingresso nel Codice, non tuttavia con riferimento ad esse in generale, bensì nella – pur scarna – disciplina di quelle «fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore», per le quali già in precedenza un'autorevole dottrina aveva proposto il nome di “azioni correlate”³, denominazione poi radicatasi nell'uso. Il 2° comma dell'art. 2350 c.c., uno dei due soli dedicati a questa tipologia, prevede che lo statuto della società emittente stabilisca, fra l'altro, «le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria»⁴.

Già prima della comparsa nel Codice civile della conversione riferita (anche) alle azioni, vi era chi in Italia parlava in senso generale di “titoli convertibili”, riferendosi sia alle azioni che alle obbligazioni, sulla base delle esperienze straniere⁵. È tuttavia solo di recente che, probabilmente proprio in conseguenza di tale comparsa, il tema si sta sviluppando e la nostra dottrina è giunta ad affermare, prima all'interno di discorsi più specifici⁶ ed ora

³ G. B. PORTALE, *Dal capitale “assicurato” alle “tracking stocks”*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 163.

⁴ Un'altra norma introdotta dalla Riforma menziona un fenomeno di conversione, e si trova in materia di cooperative: l'art. 2545 *decies*, che si occupa di trasformazione, prevede al 3° comma che «all'esito della trasformazione gli strumenti finanziari con diritto di voto sono convertiti in partecipazioni ordinarie, conservando gli eventuali privilegi».

⁵ G. DOMENICHINI, *op. cit.*, p. 1 ss.

⁶ A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1306 s.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e*

anche diffusamente⁷, che essa può essere considerata un istituto generale del diritto azionario, applicabile a qualsiasi tipologia di azioni. Anzi, si è proposto di attribuire a tale caratteristica il rango di diritto speciale (“diritto di conversione”), in modo da poter far assurgere a categoria le azioni che la posseggono, con tutte le conseguenze di protezione che ne discendono⁸.

A sostegno di una generalizzata ammissibilità della conversione, si è fatto notare che il *Delaware Code*, alla *Section 151(e)*, contiene una norma specifica che consente in linea generale di prevedere la convertibilità di qualsiasi azione, di qualsiasi categoria, con qualsiasi altra o altro titolo emesso, a scelta dei possessori, o della società, o in seguito al verificarsi di un particolare evento⁹.

Può essere interessante, per meglio comprendere l’istituto della conversione azionaria, esaminare brevemente quali siano le funzioni economico-giuridiche ad esso riconosciute.

Per la convertibilità delle azioni di risparmio, la giustificazione venne a suo tempo trovata nel fatto di consentire il passaggio dalla condizione di azionista “imprenditore” a quella di “risparmiatore”, o viceversa¹⁰.

In relazione alla concessione *ex lege* del diritto di conversione alle azioni correlate, una *ratio* individuata dalla dottrina discende dalla constatazione che nella prassi statunitense delle *tracking shares* – delle quali le italiane “correlate” sono una de-

strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Ipsoa, Milano, 2004, p. 122; P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, 2^a ediz., Milano, 2009, p. 200, testo e nota 185.

⁷ G. DI CECCO, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Giuffrè, Milano, 2012; A. ABU AWWAD, *Profili di tutela delle azioni convertibili*, in *NDS*, 2013, n. 18, p. 40 ss. Parla ora senz’altro di “istituto della conversione” A. CAPIZZI, *Conversione obbligatoria di azioni di risparmio*, nota a Trib. Roma, 7 luglio 2011, cit., p. 292, osservando che oltre alle norme sulla conversione delle azioni di risparmio e delle azioni correlate, ve ne sono nel nostro ordinamento anche nella disciplina degli ex istituti di credito di diritto pubblico (artt. 2, lett. b, ult. parte, l. 30 luglio 1990, n. 218 e 9, d. lgs. 20 novembre 1996, n. 356).

⁸ G. DI CECCO, *op. cit.*, p. 292 s.

⁹ A. ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 45 in nota 20.

¹⁰ Con giudizio retrospettivo: A. ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 42.

rivazione – le clausole di conversione rappresentano una prassi costante¹¹. E ciò dipenderebbe, nel caso di questo genere di azioni (nelle versioni straniere come in quella italiana), dal fatto che esse non rappresentano un tipo di rapporto, o una particolare strutturazione di esso, destinato a durare per lungo tempo¹². Dunque, una delle caratteristiche dell'istituto della conversione in generale, certamente non l'unica, è quella di adattarsi a quelle fattispecie azionarie, o d'altro genere (si pensi, per fare un parallelo sul quale fra breve si tornerà, alle obbligazioni convertibili), caratterizzate da una più o meno accentuata temporaneità.

Sempre nel caso delle azioni correlate, una funzione specifica, non necessariamente connessa con la precedente, è quella di tutelare i portatori da una possibile cessione del comparto dei cui utili esse preferenzialmente fruiscono¹³. Un collegamento fra le due funzioni individuate può reperirsi nel fatto che sovente i comparti interessati sono quelli di nuova apertura e/o di elevata novità sul piano tecnologico: da ciò può discendere una qualche incertezza sulla loro permanenza, dato che l'alea ad essi legata è maggiore; nelle speranze, essi sono destinati ad avere un particolare successo, ma il rischio ad essi connesso è inevitabilmente maggiore rispetto alle attività consolidate della società.

Un'altra funzione che viene posta in luce, questa volta con riferimento generale, è quella di *aumentare l'elasticità della struttura finanziaria*; ciò potrebbe più facilmente attrarre investimenti, grazie alla prospettiva di un possibile spostamento del loro oggetto da un tipo di azione a un altro¹⁴.

Negli U.S.A. si indica, fra le funzioni della conversione, quella di evitare, nelle operazioni di *venture capital*, che il finanziato fornisca all'investitore informazioni edulcorate sull'affare o

¹¹ A. STAGNO D'ALCONTRES, *Commento all'art. 2350*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, vol. I, Jovene, Napoli, 2004, p. 298; P. SFAMENI, *Azioni di categoria*, cit., p. 242.

¹² V. gli Autori cit. alla nota precedente.

¹³ P. F. MONDINI, *op. cit.*, p. 29 s.

¹⁴ G. DI CECCO, *op. cit.*, p. 14 ss.; A. ABU AWWAD, *op. cit.*, pp. 42, 50.

sulla sua situazione economica: la possibilità di convertire la sua partecipazione, acquisendo il diritto di voto, tutela il secondo soggetto, anche solo per il fatto che scoraggia il primo dal tenere quei comportamenti¹⁵.

2. (Segue:) Tipologie di conversione e loro ammissibilità.

Una classificazione della conversione nelle sue possibili tipologie è effettuata già dal Nobili, il quale distingue una conversione *volontaria*, in seguito detta anche *facoltativa*, in cui ai possessori di azioni è concessa la facoltà di decidere liberamente se convertire o meno, una *automatica*, in cui la conversione è prevista ad una certa data già al momento dell'emissione, e infine una *forzata*, detta anche *obbligatoria*, imposta agli azionisti in virtù di una decisione presa dall'assemblea straordinaria¹⁶.

I primi due tipi sono pacificamente considerati, in via generale, ammissibili¹⁷, mentre sul terzo vi è una diversità di opinioni fra chi è ad esso favorevole¹⁸ e chi invece è contrario¹⁹.

Si è ritenuto che ad una conversione facoltativa faccia riferimento il 7° comma dell'art. 145 T.U.F., ove si ipotizza un'emis-

¹⁵ A. ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 46.

¹⁶ R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, cit., p. 1219; analoga classificazione in: M. SEPE, *Commento all'art. 145*, cit., p. 770; M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1559 ss.; M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1539.

¹⁷ M. SEPE, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; M. NOTARI, *op. loc. ult. cit.*; M. PRESTIPINO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.* Un'ipotesi di conversione facoltativa è stata vagliata dal Trib. Genova, ord. 15 gennaio 1994, in *Società*, 1994, p. 527, con nota di V. SALAFIA, *Conversione di azioni di risparmio in ordinarie*.

¹⁸ P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, cit., p. 240 (con la precisazione della necessità di un'approvazione da parte dell'assemblea speciale); SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1177; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni*, cit., p. 124; P. SFAMENI, *op. cit.*, p. 253 (in relazione alle azioni correlate); M. PRESTIPINO, *op. cit.*, *loc. ult. cit.* Per il regime previgente delle azioni di risparmio: M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, cit., p. 73.

¹⁹ M. SEPE, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*; M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1563. Sotto la vigenza della l. n. 216 del 1974: assai dubbioso sulla legittimità della conversione forzata quando conduca da azioni con voto ad azioni che ne verrebbero private: R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, cit., p. 1231 s.

sione di azioni di risparmio in sede di conversione²⁰, ma non è detto che non possa trattarsi anche di una automatica, come si vedrà nel seguito (*infra*, par. 4).

Le obiezioni riguardo alla conversione forzata riguardano soprattutto quella che conduce da un'altra categoria verso le azioni di risparmio, in quanto comporta la privazione del diritto di voto, che resterebbe così decisa a maggioranza e non all'unanimità²¹. Ciò ha ingenerato forti perplessità e fatto propendere alcuni per una risposta negativa²². Dai dati forniti dalla dottrina risulta comunque che operazioni del genere sono state effettivamente realizzate²³.

Quello della conversione forzata è un classico problema di conflitto fra i diritti "individuali" dei soci e l'organizzazione societaria, ovvero, come è stato chiamato, il "rilievo reale" del contratto di società²⁴. Problema che si sostanzia nel quesito se debba prevalere il diritto del socio, inteso come soggetto privato, a non veder mutati, senza il suo consenso, i termini di un rapporto contrattuale cui ha aderito, oppure l'interesse della società a disporre dei diritti ricollegabili al contratto sociale.

Come si è visto in una precedente citazione del pensiero del Nobili (*supra*, cap. VI, par. 1), quello di voto era considerato un

²⁰ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1559.

²¹ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1562.

²² *Ibidem*.

²³ P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 173, riporta il dato di due conversioni forzate da azioni privilegiate a risparmio, avvenute nel 1980 e nel 1982, in cui peraltro le azioni risultanti erano facoltativamente convertibili in ordinarie, in un caso immediatamente, nell'altro a scadenze annuali. P. SFAMENI, *op. cit.*, p. 254 in nota 176, riferisce che fra il 2004 e il 2008 sono state deliberate 24 operazioni di conversione, di cui 13 erano del tipo obbligatorio, non tuttavia da altre categorie ad azioni di risparmio, ma da queste ultime ad ordinarie.

²⁴ La terminologia è di P. SPADA, *La tipicità delle società*, cit., *passim*. Tale rilievo, si può qui precisare, non riguarda soltanto il rapporto fra i soci e gli amministratori, nell'ambito del meccanismo detto "di produzione-imputazione degli atti", ma anche quello fra le decisioni che la società assume in quanto ente e le posizioni soggettive dei soci in quanto privati: se la società decide di sciogliersi, il socio è destinato a perdere la sua partecipazione sociale, anche se individualmente contrario alla decisione.

diritto “particolare”, la cui privazione si riteneva andasse ad incidere sui diritti individuali del socio; già tuttavia con la nascita delle azioni di risparmio lo stesso Autore esprimeva i suoi dubbi sulla resistenza di una simile concezione.

Dopo la Riforma del 2003 e per le ragioni esposte nel capitolo che precede, occorre riconoscere che il voto ha perso completamente il suo carattere di diritto “particolare”, la cui privazione può giustificare altrettanto speciali cautele e preoccupazioni, rispetto a quella di altri diritti sociali²⁵.

Una tale “svalutazione” del diritto di voto ha consentito, per altro verso, una più tranquilla riconduzione del rapporto sottostante alle azioni di risparmio ad un rapporto sociale, come si è visto due capitoli addietro.

In tal modo, anche il voto resterebbe soggetto, come gli “altri diritti”, alla disponibilità da parte delle regole societarie. Se l’assemblea straordinaria può disporre dei singoli privilegi dell’azione, che sono pur sempre “diritti”, con l’approvazione dell’assemblea speciale (ad esempio eliminandoli o mutandoli), essa potrà fare altrettanto con quell’insieme di diritti che caratterizza una categoria rispetto ad un’altra e quindi imporre, a maggioranza e con l’approvazione delle assemblee speciali coinvolte, la conversione. La differenza fra intervento su un diritto e mutamento di categoria è sì qualitativa, ma riconducibile ad una meramente quantitativa, relativa cioè ad un insieme di diritti di cui la singola categoria dispone.

Ovviamente, come in ogni altro caso, la delibera di assemblea straordinaria che dispone la conversione *dovrà essere motivata dall’interesse sociale*, poiché, qualora lo fosse da interessi extrasociali sarebbe soggetta alla possibilità di impugnazione.

Un’attenzione particolare, sotto tale profilo, sarebbe da rivolgere alle assemblee speciali degli azionisti di risparmio chiamate a dare la loro approvazione e nelle quali si trovano a votare anche gli azionisti di maggioranza che talora – come nel caso de-

²⁵ In questo senso A. CAPIZZI, *Conversione obbligatoria di azioni di risparmio*, cit., p. 293.

ciso da una recente sentenza citata²⁶ – rastrellano azioni di risparmio proprio a questo scopo, onde poter poi votare nel proprio specifico interesse. In proposito si ritiene possibile applicare analogicamente l'art. 2373, c.c., sul conflitto d'interessi del socio (esteso all'intera maggioranza, come “abuso di voto”)²⁷ e vi è chi ha proposto, *de jure condendo*, l'introduzione di una regola che escluda i voti espressi dall'azionista di maggioranza dai *quorum* dell'assemblea speciale²⁸.

In dottrina si è tuttavia recentemente ritenuto, in modo argomentato, che una convertibilità a maggioranza – cioè senza l'adesione specifica di ciascun socio – sia ammissibile solo ove prevista dallo statuto²⁹.

Sotto un diverso profilo, attinente non alla maggiore o minore forza con cui l'operazione si impone, ma al suo aspetto contabile, la dottrina francese che scrive in materia di *actions reflet* (la variante francese delle correlate) effettua una diversa classificazione: la conversione può essere alla pari («*une pour une*») e dunque l'operazione può risultare «*neutre au regard du capital*»; oppure, chi converte riceve più azioni di quelle che aveva, e cioè comporterà un aumento di capitale; o, ancora, avverrà l'inverso ed occorrerà perciò una riduzione di capitale³⁰. Riprendendo tale indicazione, la dottrina italiana ha elaborato una più analitica distinzione; la conversione potrà essere: *a*) paritetica senza premio e senza conguaglio (intendendosi con “premio” una somma versata dalla società e con “conguaglio” una versata dal socio); *b*) paritetica con premio o con conguaglio; *c*) non paritetica, con rapporto di conversione sotto la pari e senza conguagli; *d*) non paritetica, con rapporto di conversione sopra la pari e senza conguagli³¹. Questa schematizzazione ha il pregio di tenere conto del-

²⁶ Trib. Roma, 7 luglio 2011, cit.

²⁷ A. CAPIZZI, op. cit., pp. 294, 301.

²⁸ M. BIGELLI, *Le azioni di risparmio*, cit., pp. 229 ss., 277 ss.

²⁹ G. DI CECCO, *Convertibilità*, cit., p. 274 ss.

³⁰ A. VIANDIER, *Les actions reflet*, in *RJDA (Revue de Jurisprudence de Droit des Affaires)*, 2001, *Chronique*, p. 7.

³¹ P. SFAMENI, op. cit., p. 254 s.

la possibilità che eventuali differenze di valore fra le azioni date e ricevute siano colmate con conguagli in denaro, in modo da non determinare la necessità di modificare il capitale, in aumento o in diminuzione, come avviene nei casi *c)* e *d)*.

L'indicazione che giunge da queste sistemazioni è che la conversione involge, nei nostri sistemi di *civil law*, caratterizzati dal principio di fissità del capitale³², *problemi relativi a quest'ultimo*. Si è avvertito, in materia di azioni correlate – ma lo stesso potrebbe valere per quelle senza voto –, che la traslazione nel nostro ordinamento di pratiche tratte da Paesi di *common law* richiede opportuni adattamenti e cautele³³.

In particolare, vi sono minori problemi se la conversione avviene alla pari, o alla pari con conguagli, oppure se le azioni sono prive di valore nominale; in tal caso l'operazione potrebbe «sottrarsi all'obbligatorio passaggio in assemblea»³⁴; invece, negli altri casi, è fuori discussione una pronuncia dell'assemblea straordinaria³⁵.

Sembra opportuno tuttavia chiarire meglio quale possa essere la ripartizione delle competenze. Nella conversione facoltativa, all'assemblea spetterà la determinazione del numero

³² G. B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni* dir. da Colombo e Portale, vol. I, t. 2, Utet, Torino, 2004, p. 9.

³³ U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2005, p. 77 s.

³⁴ *Ivi*, p. 79.

³⁵ *Ivi*, p. 78 s. Anche in riferimento alle obbligazioni si assiste ad un fenomeno parzialmente simile. Il loro regime di emissione, quale risulta dalla Riforma, vede uno spostamento della competenza, in via generale, dall'assemblea straordinaria all'organo amministrativo (art. 2410, 1° c., c.c.); tuttavia, essa è stata lasciata alla prima se si tratta di obbligazioni convertibili in azioni (art. 2420 *bis*, 1° c., c.c.), salva la possibilità di delega statutaria agli amministratori (art. 2420 *ter*); tale permanenza si spiega appunto col fatto che la conversione determina problemi di variazione di capitale e quindi di sua modifica (G. PRESTI – M. RESCIGNO, *Corso di diritto commerciale*, vol. II. *Società*, cit., p. 111). La differenza sta nel fatto che, nel caso delle obbligazioni convertibili, si determina comunque la necessità di una variazione in aumento del capitale, poiché le obbligazioni non sono ad esso imputate, come invece lo saranno le future azioni emesse in sede di conversione.

massimo (ed eventualmente anche minimo) di azioni da convertire, l'indicazione delle categorie interessate e quelle dei diritti spettanti alle nuove azioni, ove non determinati dalla legge; all'organo amministrativo potranno essere affidate scelte di carattere prevalentemente esecutivo, come quella del periodo di conversione, dell'eventuale "prezzo di conversione", di eventuali limiti o condizioni ed altre modalità operative³⁶. Circa il dettaglio se possa spettare agli amministratori l'accertamento del numero di azioni che hanno scelto di convertire e la conseguente annotazione nell'atto costitutivo, si rinvia al paragrafo che segue.

Nel caso in cui le azioni risultanti dalla conversione siano azioni di risparmio, o comunque prive del voto o a voto limitato, un problema ulteriore è dato dal limite di metà del capitale a cui la loro somma è soggetta, in base alla norma oggi contenuta nell'art. 2351, 2° comma, 2^a frase, c.c. In tali casi occorrerà che la società preveda un massimo per l'ammontare delle azioni risultanti e predisponga meccanismi limitativi che comportino riduzioni proporzionali delle conversioni in relazione ai soci delle diverse categorie, qualora le richieste rischino di portare (se l'operazione è facoltativa) ad un superamento del tetto previsto³⁷.

Un altro aspetto problematico riguarda la necessità di approvazione dell'operazione di conversione da parte delle assemblee speciali delle categorie preesistenti, in applicazione dell'art. 2376 c.c.; si è ritenuto che, nel caso in cui la conversione riguardi tutte le categorie, non entri in gioco l'articolo appena indicato – e quindi non occorra l'approvazione delle assemblee speciali –, in quanto non vi sarebbe pregiudizio per alcuna di

³⁶ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1560 s. (con riferimento alle azioni di risparmio).

³⁷ F. GALGANO, *Diritto commerciale, 2. Le società*, cit., p. 441. Con riferimento all'analogo limite che si trovava nell'art. 14, 1° c., l. n. 216/1974: M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 132 in nota 15; P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 29, testo e nota 67 (ove esempio tratto dalla prassi di un calcolo di riduzione *pro quota* delle richieste in eccesso); con riferimento al 4° comma dell'art. 145 T.U.F., poi abrogato, che conteneva lo stesso limite: M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1560 in nota 79.

esse³⁸. Invece, qualora la conversione riguardi solo alcune categorie, la norma scatterà, rendendo necessaria l'approvazione da parte di tutte le assemblee speciali delle categorie escluse dal diritto³⁹. Altra dottrina ha tuttavia mostrato come talvolta possano determinarsi pregiudizi, magari indiretti, anche per le categorie ammesse alla conversione⁴⁰, e pertanto parrebbe miglior formula quella per cui l'approvazione deve essere data da tutte le categorie che nella circostanza possono ritenersi coinvolte nell'operazione⁴¹.

3. (Segue:) Estensione della conversione anticipata.

Per le obbligazioni convertibili, il 4° comma dell'art. 2420 *bis* c.c. prevede una particolare forma di tutela dei portatori, consistente nella possibilità di una conversione denominata in dottrina "anticipata", nei casi in cui la società decida di ridurre volontariamente il capitale oppure modifichi le regole di ripartizione degli utili.

La dottrina che sta costruendo, dagli scarsi dati normativi, una disciplina della convertibilità azionaria, ritiene che tale forma di protezione possa essere utilmente estesa ai portatori di azioni convertibili⁴².

In estrema sintesi (ovviamente riduttiva), le argomentazioni fanno leva sul fatto che le tutele riconoscibili alle tipologie legali di azioni convertibili (quelle di risparmio e le correlate) ruotano pur sempre intorno alle "tradizionali" forme delle assemblee speciali e dell'eventuale recesso. Queste tutele avrebbero il limite di proteggere i portatori delle azioni di categoria in una prospettiva statica, con riferimento cioè agli interessi ed alle situazioni

³⁸ R. NOBILI, *Commento all'art. 14*, cit., p. 406; conf. M. DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 133.

³⁹ M. DE ACUTIS, *op. loc. ult. cit.*; M. BIONE, *Le azioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, cit., p. 73; P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 29.

⁴⁰ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1559 s., testo e nota 76.

⁴¹ In questi termini A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1307.

⁴² P. F. MONDINI, *Le azioni correlate*, cit., p. 200, testo e nota 186; A. ABU AWWAD, *op. cit.*, p. *Profili di tutela delle azioni convertibili*, cit., p. 56.

che essi attualmente posseggono⁴³. Quella, invece, di cui si è fatto cenno a proposito delle obbligazioni convertibili, avrebbe il pregio di essere una tutela “anticipata”, idonea a proteggere la “posizione futura” del soggetto⁴⁴, o forse – si potrebbe dire – a tutelare i portatori *prima che un pregiudizio sia stato realizzato*, consentendo loro di partecipare col loro voto tempestivamente acquisto alla decisione che si profilava come lesiva.

4. Conversione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio.

Il tema della conversione applicato alle azioni di risparmio presenta due profili nettamente differenti: il primo è quello della conversione *in* azioni di risparmio e, a rigore, non dovrebbe neppure rientrare in questo capitolo, intitolato al secondo profilo, quello appunto della conversione *di* azioni di risparmio in azioni di diversa categoria. Si è tuttavia scelto di adottare per il presente capitolo tale titolo, intendendo la preposizione “delle” in un senso molto ampio, onde mantenere unita la tematica della conversione.

Il primo dei due profili è disciplinato dalla nostra legge, mentre il secondo, a differenza di altri ordinamenti, non lo è, determinando una lacuna che la dottrina ha cercato di colmare, anche perché il successo assai relativo delle azioni di risparmio ha determinato negli anni una progressiva eliminazione di quelle emesse, molto spesso proprio attraverso una conversione in azioni di altro genere.

Restando, in questo paragrafo, al primo profilo, già si è accennato come la legge ammetta (art. 145, 7° c., T.U.F.) che le azioni di risparmio possano essere create in sede di «conversione di azioni già emesse, ordinarie o di altra categoria». Praticamente identica era la formula della l. n. 216/1974, il che rende possibile, – con gli adattamenti che si rendano necessari – utilizzare le riflessioni della dottrina precedente al T.U.F.

⁴³ P. F. MONDINI, *op. cit.*, 132 ss., 143 ss.; A. ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 49 ss.

⁴⁴ A. ABU AWWAD, *op. cit.*, p. 54.

Un primo problema che la dottrina ha risolto riguarda l'eventuale dubbio, in verità un po' lezioso, se la dizione normativa vada interpretata nel senso che la scelta di conversione, una volta presa, debba necessariamente riguardare tutte le azioni e non soltanto una parte di esse (fermo restando che nella prima ipotesi andrà rispettato comunque il limite della metà del capitale, nel modo che si è indicato a fine del par. precedente). Si è ovviamente risposto che la conversione può riguardare, a scelta della società, *tutte le azioni o anche soltanto una o alcune delle categorie preesistenti* di esse⁴⁵. In effetti, il dettato normativo sembra inequivocabile, laddove parla (e così anche nella vecchia l. n. 216) di «conversione di azioni già emesse» e non di «conversione delle azioni già emesse»: il “di” è chiaramente generico e consente alla società di decidere (salvi i limiti di cui si dirà) come meglio crede. Secondo altri – e pare spunto ulteriormente persuasivo –, l'argomento letterale farebbe leva sulla particella disgiuntiva “o” («azioni ordinarie o di altra categoria»), la quale «non può significare altro che facoltà di convertire anche una sola categoria di azioni»⁴⁶.

L'unica categoria azionaria che in dottrina si è ritenuta non convertibile in azioni di risparmio è quella delle azioni di godimento⁴⁷.

Si è invece ritenuto che possano essere emesse *obbligazioni convertibili in azioni di risparmio*⁴⁸. Su tale punto era emerso un

⁴⁵ M. DE ACUTIS, *op. ult. cit.*, p. 132; P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 28 s. Nel vigore del T.U.F., M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1559. *Contra* l'isolata opinione di R. NOBILI, *Commento all'art. 14*, cit., p. 409, secondo il quale, per non violare il principio della parità di trattamento fra i soci, la conversione dovrebbe necessariamente essere aperta a tutti i vecchi azionisti. A tale tesi si è obiettata la chiarezza del dettato normativo, che non può essere reso vano, e inoltre la circostanza che in campo di azioni di risparmio è lo stesso istituto a relativizzare fortemente il menzionato principio di parità (M. DE ACUTIS, *op. ult. cit.*, p. 133).

⁴⁶ P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 28.

⁴⁷ P. BALZARINI, *op. loc. ultt. citt.*

⁴⁸ R. NOBILI, *Commento all'art. 9*, in R. NOBILI – M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, cit., p. 220; M. DE ACUTIS, *op. ult. cit.*, p. 134 in nota 20; M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1563.

equivoco, puntualmente chiarito, circa il fatto che, in caso di riduzione del capitale per perdite, si dovesse o meno applicare il privilegio previsto dall'art. 15, l. n. 216, che postergava nella riduzione le azioni di risparmio rispetto alle altre: pendente il prestito obbligazionario, benché convertibile, i privilegi delle azioni di risparmio non sono applicabili semplicemente perché... il capitale da esse rappresentato ancora non esiste, né si può considerare tale l'ammontare del prestito stesso, che ha natura completamente diversa⁴⁹. La questione può oggi riguardare l'ipotesi che un trattamento preferenziale in sede di riduzione per perdite sia attribuito in via statutaria.

In epoca precedente alla Riforma del 2003, si era rilevato in dottrina come la legge imponesse di indicare la composizione del capitale solo nella nota integrativa, non anche nell'atto costitutivo, e ciò nonostante alcune società usassero fare quest'ultimo adempimento volontariamente. In tale evenienza, veniva osservato come si ponesse il problema se possa essere delegata all'organo amministrativo l'attestazione della quantità di conversioni effettivamente avvenute e della conseguente nuova composizione del capitale⁵⁰, rispondendosi talora chiaramente in senso affermativo⁵¹. Oggi, allorché la Riforma ha introdotto alcuni cambiamenti nell'art. 2328 c.c. sul contenuto dell'atto costitutivo, quel problema è diventato di rilievo non solo eventuale: infatti, al n. 5) del 2° comma è prescritto che debbano essere indicati non solo il numero, il valore nominale (se previsto) e i modi di circolazione delle azioni, ma anche «le loro caratteristiche e le modalità di emissione» e, dunque, il modo in cui il capitale è composto.

La soluzione proposta è che tale delega sia possibile, in applicazione analogica dell'art. 2444 c.c., dettato per l'aumento di capitale⁵². Si rileva infatti, contro l'opinione negativa in prece-

⁴⁹ E. FAZZUTTI, *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, in *Giur. comm.*, 1977, I, p. 941 s.

⁵⁰ P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 29 s.

⁵¹ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1561.

⁵² P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 30.

denza emersa⁵³, che le due fattispecie sono identiche, non essendo vero che in quella legislativamente prevista gli amministratori devono operare un semplice accertamento di una delibera già assunta dall'assemblea, mentre nella nostra ne determinerebbero il contenuto, modificando di conseguenza l'atto costitutivo: in realtà – e pare opinione condivisibile – in entrambi i casi vi è già stata una delibera assembleare che vale come modificazione dell'atto costitutivo, mentre gli amministratori, lungi dall'ingerirsi in quest'ultima competenza, si limitano nel nostro caso ad attestare quante conversioni sono state richieste (o si sono potute realizzare), come nell'altro si limitano a far risultare quanta parte dell'aumento di capitale è stata effettivamente sottoscritta⁵⁴.

Tale conclusione pare suffragata dalla lettura che può essere data ad una modifica legislativa cui si è in precedenza accennato: nel ribadire che le azioni di risparmio possono essere emesse in sede tanto di aumento di capitale quanto di conversione, il legislatore del 1998 ha eliminato, rispetto alla corrispondente norma della l. n. 216, la frase conclusiva per cui l'assemblea straordinaria «determina[va] le condizioni e il periodo e le modalità di esercizio» della conversione stessa (art. 14, 2° c., l. ult. cit.); ebbene, tale cambiamento, secondo la dottrina, avrebbe appunto lo scopo di consentire che all'organo amministrativo possa essere delegata l'individuazione di “elementi accessori” della conversione (rimanendo certamente di esclusiva competenza dell'assemblea la determinazione di quelli essenziali)⁵⁵.

⁵³ R. NOBILI, *Commento all'art. 14*, cit., p. 412 s.

⁵⁴ P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 30 ss. Ivi si precisa (p. 31) quale possa essere il testo della delibera assembleare sul punto e come sia opportuno effettuare un'espressa delega agli amministratori affinché attestino la composizione finale del capitale. Si specifica inoltre (p. 32 in nota 71) come sia inesatto (benché sporadicamente rilevabile nella prassi) esprimere tali contenuti in termini di un “mandato” agli amministratori a “modificare lo statuto”: non si tratta infatti, come segnalato nel testo, di modifica statutaria, ma di una semplice presa d'atto dei termini quantitativi di una modifica già decisa dall'assemblea.

⁵⁵ U. BELVISO, *Azioni di risparmio*, in *Commentario Alpa-Capriglione*, cit., p. 1335; M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., pp. 1559, 1561; N.

Si è già affrontato in precedenza (cap. III, par. 2) il tema dell'ammissibilità di una conversione automatica in azioni di risparmio di azioni d'altro genere, nel momento in cui saranno ammesse alla quotazione le ordinarie.

5. Conversione di azioni di risparmio in azioni di altra categoria.

Come si è accennato, né la l. n. 216 del 1974, né il T.U.F., a differenza delle discipline di altri Paesi europei, prendono in considerazione l'ipotesi di conversione delle azioni di risparmio in altri tipi. Come si è fatto osservare in dottrina⁵⁶, da noi il dibattito su tale aspetto si era aperto già col Progetto De Gregorio e si erano pronunciati sia la Relazione al Progetto stesso, sia una parte della dottrina. In particolare, la Relazione era contraria all'ammissione di una tale possibilità, sostenendo che la conversione poteva prestarsi a manovre speculative da parte della maggioranza che, procurandosi azioni senza voto convertibili in azioni con voto, riuscisse in tal modo ad impedire – esercitando all'occorrenza il diritto di conversione – ogni ricambio di potere. Ciò avrebbe contraddetto, si sosteneva, la destinazione elettiva delle azioni senza voto agli azionisti risparmiatori⁵⁷. Altri avevano tuttavia obiettato che la conversione avrebbe potuto svolgere l'utile funzione di controbilanciare – dal punto di vista del valore dell'azione – la privazione del voto⁵⁸. E d'altra parte, si è pure replicato in epoca successiva, manovre speculative possono essere effettuate in ogni caso, anche in assenza della convertibilità delle azioni di risparmio in altre⁵⁹.

ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 66 s.; R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1177 (il quale sembra configurare la possibilità di delega in termini più ampi, parlando di «condizioni, termini e modalità della conversione», senza ulteriori restrizioni); M. PRESTIPINO, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1539.

⁵⁶ P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 51.

⁵⁷ Relazione al Progetto De Gregorio, in *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, a cura di S. Scotti Camuzzi, cit., p. 140.

⁵⁸ G. OPPO, *La tutela dell'azionista nel progetto di riforma*, in *Riv. soc.*, 1966, p. 1229 in nota 23.

⁵⁹ P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 52 s., testo e nota 121, ove due esempi, fra cui quello di una speculazione realizzabile sfruttando la conversione di altre azioni in azioni di risparmio.

Dopo l'emanazione della l. n. 216 vi furono, nel primo periodo, opinioni contrarie all'ammissibilità della conversione di cui qui trattasi, fondate principalmente sull'argomento dell'*ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*⁶⁰. Già dal principio fu però presente anche l'opinione favorevole⁶¹, poi consolidatasi⁶², essendo risultato ben presto chiaro che la convertibilità, istituita per iniziativa delle singole società emittenti, rappresentava un forte incentivo per gli acquirenti⁶³.

Generalmente ammessa la possibilità di conversione, vi è chi ha ritenuto che essa, in questa ipotesi, non può essere obbligatoria, cioè imposta dalla società⁶⁴, né d'altro canto sembra opportuna una convertibilità a semplice richiesta⁶⁵. Essa dovrà dunque essere strutturata in modo che il suo esercizio si svolga entro archi temporali prefissati, anche periodici, e con modalità predeterminate⁶⁶.

La conversione può essere prevista sia nella delibera iniziale di emissione che in una successiva⁶⁷.

Occorrerà peraltro, in ogni caso, l'approvazione, *ex art. 2376 c.c.*, delle assemblee speciali delle altre categorie di azioni,

⁶⁰ R. CAPARVI, *Le azioni di risparmio*, cit., p. 68; U. BELVISO, *Il significato delle azioni di risparmio*, cit., p. 782; A. BOMPANI – G. BOMPANI, *Le azioni di risparmio: aspetti giuridici e finanziari*, Società per l'auditing tributario, Firenze, 1979, p. 100.

⁶¹ R. NOBILI, *Commento all'art. 14*, cit., p. 413 s.; P. GUERRA, *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate*, cit., p. 828; F. TEDESCHI, *Sulla conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie*, in *Giur. comm.*, 1978, I, p. 589 ss.; M. DE ACUTIS, *op. ult. cit.*, p. 134 in nota 20.

⁶² C. E. BALBI, *Azioni di risparmio: aumento di capitale e riconversione*, in *Giur. comm.*, 1991, I, p. 27 s.; F. CESARINI, *Le azioni di risparmio: la prassi*, cit., p. 1184; G. COTTINO, *Diritto commerciale*, vol. I, t. 2. *Le società e le altre associazioni economiche*, cit., p. 378; N. ABRIANI, voce *Azioni di risparmio*, cit., p. 52; P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 51 ss.

⁶³ F. CESARINI, *op. cit.*, loc. ult. cit.; G. COTTINO, *op. loc. ultt. citt.*; N. ABRIANI, *op. loc. ultt. citt.*; P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 9 e p. 52, ove si fa notare come, a partire dalla concessione del diritto di conversione in azioni ordinarie effettuata dalla società Eurogest nel gennaio 1979, «è diventata prassi quasi costante inserire nello statuto sociale una clausola in tal senso».

⁶⁴ P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 52.

⁶⁵ F. TEDESCHI, *Sulla conversione*, cit., p. 592 s.

⁶⁶ P. BALZARINI, *op. loc. ultt. citt.*

⁶⁷ P. BALZARINI, *op. loc. ultt. citt.*

non di quella delle azioni di risparmio, giacché la conversione, essendo facoltativa, non arrecherebbe pregiudizio ai possessori di queste ultime⁶⁸.

Nessun pregiudizio, si è osservato in dottrina, dovrebbe derivare ai creditori sociali dalla conversione, quanto meno nel caso in cui muti il tipo di azioni senza variazioni del capitale sociale. Ma se si prevedesse una convertibilità ineguale, offrendo ad esempio un'azione ordinaria per due di risparmio, il capitale ne risulterebbe influenzato; non potendosi negare l'ammissibilità di una simile conversione, viene prospettato per questo genere di casi un rimedio a tutela dell'interesse dei creditori: applicando analogicamente l'art. 2445 c.c., dettato per la riduzione "facoltativa" del capitale, si propone la concessione ai creditori sociali di un diritto di opposizione, da esercitarsi entro il termine previsto da tale norma (attualmente novanta giorni, «tre mesi» nel testo vigente)⁶⁹.

Si è ritenuto anche ammissibile un "prezzo di conversione", che i soci interessati dall'operazione dovranno versare alla società, la quale lo contabilizzerà nel fondo sovrapprezzo azioni, analoghe essendone la funzione e la giustificazione⁷⁰.

Un problema particolare è quello relativo alla sorte del diritto al cumulo, ove presente, nel caso di conversione; come precisato, tale diritto, presente obbligatoriamente per le emissioni avvenute sotto la vigenza della l. n. 216/1974 e solo even-

⁶⁸ P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 53. Si veda tuttavia quanto osservato verso la fine del primo paragrafo, in ordine al fatto che la valutazione dei pregiudizi arrecabili va fatta di volta in volta e senza ... pregiudizi.

⁶⁹ P. BALZARINI, *op. cit.*, p. 53 s. L'Autrice riconosce che ne deriverebbe qualche farraginosità dal punto di vista tecnico, come la necessità, in caso di scadenze periodiche del diritto di conversione (es. luglio di ogni anno), di convocare ogni volta l'assemblea straordinaria per deliberare la riduzione di capitale e poi attendere per l'esecuzione lo spirare del termine di opposizione, ma ritiene tuttavia che solo tale metodo riesca ad assicurare un'adeguata tutela dei creditori. Se si adotti poi la sua tesi della delegabilità agli amministratori dell'attestazione di avvenuta conversione (*supra*, par. 1), il procedimento si semplifica.

⁷⁰ R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, cit., p. 1224; M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1560.

tualmente per le successive, consiste nel recupero della remunerazione che, per assenza di utili, non si è percepita, per i successivi due (o statutariamente più) anni. Che accade di tale diritto se l'azione di risparmio è stata convertita, ad esempio, in ordinaria?

La soluzione prospettata in dottrina, e che pare pienamente condivisibile, è che il cumulo spetti in relazione alla natura dell'azione nel momento in cui il diritto è maturato, essendo anche pagabile successivamente, sebbene l'azione sia stata convertita⁷¹. Così, ad esempio (ipotizzando un privilegio del 5% recuperabile in due anni), l'azione di risparmio convertita oggi conserverà il diritto all'eventuale cumulo per i due prossimi esercizi (anche per differenza, nel senso che l'azionista potrebbe essere creditore non dell'intero 5%, ma solo di una parte di esso); per contro, in caso di mancato pagamento del privilegio anche nell'anno venturo, le azioni già convertite non potranno vantare ulteriori pretese: potranno solo sperare, nel secondo (e per esse ultimo) anno, che vi siano utili a sufficienza per poter percepire il cumulo precedentemente maturato.

Sul problema della spettanza agli amministratori del potere di effettuare autonomamente l'attestazione della nuova composizione del capitale, in base al numero delle conversioni effettivamente realizzatesi, v. il par. che precede, essendo valide quelle conclusioni anche per il caso presente⁷².

6. Clausole di conversione.

In questo paragrafo si cercherà di riepilogare quali siano le tipologie di clausole di conversione che possono venire in considerazione. Si potrà trattare di conversione *in* azioni di risparmio (*supra*, par. 2) o di conversione *da* azioni di risparmio (*supra*, par. 3).

⁷¹ P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 44 s.

⁷² Per il rilievo di questa analogia, P. BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, cit., p. 30 in nota 69.

Un primo tipo di comprende quelle con cui la società, in sede di emissione, mira a garantire ai sottoscrittori delle azioni di risparmio che chiederà la quotazione di queste ultime in un mercato regolamentato (specifico o generico)⁷³. Si è ritenuta ammissibile, in questo ambito, una clausola di conversione facoltativa a tenore della quale, se la quotazione non è ottenuta entro un certo termine, i portatori possono decidere di convertire le loro azioni in ordinarie (le quali saranno per legge già quotate) o privilegiate⁷⁴, che, è da aggiungere⁷⁵, possono oggi essere tanto a voto limitato, quanto prive di tale diritto. Una variante pratica per ottenere un effetto analogo è quella che prevede l'emissione originaria di azioni privilegiate – e potremmo come poc' anzi aggiungere: a voto limitato o escluso – soggette ad una conversione automatica in azioni di risparmio nel momento in cui ottengano la quotazione⁷⁶.

Un altro tipo comprende le clausole che la società può inserire nello statuto, in attuazione dell'art. 145, 2° comma, 2^a frase, T.U.F., onde compensare i portatori di azioni di risparmio per il venir meno della quotazione delle ordinarie, delle stesse azioni di risparmio, o di entrambe (il tema nel suo complesso è stato trattato *supra*, cap. III, par. 5). L'ammissibilità di queste clausole non è posta in discussione⁷⁷.

Un ulteriore tipo è rappresentato dalle clausole che mirino ad ottenere un risultato di disciplina analogo a quello che in altri ordinamenti è realizzato dalla stessa legge. Si è visto in precedenza (cap. V, par. 2) che in altro ordinamenti europei le azioni senza voto recuperano tale diritto qualora la società non rispetti gli impegni presi per quanto riguarda la remunerazione, e lo mantengono fino all'adempimento. Si è pure accennato al fatto che in dottrina sono state avanzate perplessità circa la possibilità di

⁷³ Si è già precisato in precedenza che le azioni di risparmio non devono essere necessariamente quotate, neppure al momento della loro emissione.

⁷⁴ M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1542 s.

⁷⁵ L'Autore da ultimo citato scrive prima della Riforma del 2003.

⁷⁶ M. NOTARI, *op. loc. ultt. citt.*

⁷⁷ V. gli Autori citt. *supra*, in nota 144.

stabilire direttamente un tale regime nel nostro sistema, poiché darebbe origine a delle singolari “azioni di risparmio con voto”, per giunta violando, nel caso in cui fossero al portatore, la regola per ora sempre mantenuta che esclude la compatibilità di questa modalità di circolazione con quel diritto.

La soluzione proposta in dottrina è stata appunto quella di rimediare attraverso il meccanismo della conversione facoltativa, prevedendo azioni di risparmio convertibili in ordinarie nei casi sopra indicati (mancato versamento, totale o parziale, di quanto dovuto in base al privilegio patrimoniale) e successivamente riconvertibili in risparmio ad adempimento avvenuto⁷⁸. Può ritenersi che non sia da escludere, nei casi in questione, una conversione automatica.

⁷⁸ M. NOTARI, *op. ult. cit.*, p. 1581 s.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- AA. VV., *La legge 216 dieci anni dopo. Aspetti societari*, a cura di G. E. Colombo e F. Cesarini, Giuffrè, Milano, 1985.
- AA. VV., *L'informazione societaria. Atti del Convegno internazionale di studi, Venezia, 5-6-7 novembre 1981*, a cura di P. Alvisi, P. Balzarani, G. Carcano, Giuffrè, Milano, 1982.
- AA. VV., *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, a cura di S. Scotti Camuzzi, Giuffrè, Milano, 1966.
- ABRIANI, Niccolò, e ALTRI, *Diritto delle società. Manuale breve*, 5^a ediz., Giuffrè, Milano, 2012.
- ABRIANI, Niccolò, *Introduzione alla Sezione V (del Capo V)*, ne *Il nuovo diritto societario. Commentario* dir. da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, t. 1, Zanichelli, Bologna, 2004.
- ABRIANI, Niccolò, *Commento all'art. 2350, 1° comma*, ne *Il nuovo diritto societario* dir. da Cottino e altri, t. 1, cit.
- ABRIANI, Niccolò, *Commento all'art. 2351, 1°-4° comma*, ne *Il nuovo diritto societario* dir. da Cottino e altri, t. 1, cit.
- ABRIANI, Niccolò, voce *Azioni di risparmio*, in *Digesto IV, Discipline privatistiche, Sezione commerciale*, Aggiornamento *, Utet, Torino, 2000.
- ABRIANI, Niccolò, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative*, Giuffrè, Milano, 1994.
- ANGELICI, Carlo, *La società per azioni, 1. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* dir. da Cicu, Messineo e Mengoni e cont. da Schlesinger, Giuffrè, Milano, 2012.
- ANGELICI, Carlo, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, 2^a ediz., Padova, 2006.
- ANGELICI, Carlo, *Le azioni*, ne *Il Codice civile. Commentario*, dir. da Schlesinger, Giuffrè, Milano, 1992.
- ASCARELLI, Tullio, *Introduzione (capp. I-V) al Corso di diritto commerciale*, 3^a ediz., 1962, ora in ASCARELLI Tullio – MIGNOLI Ariberto, *Lecture per un corso di diritto commerciale comparato*, a cura di G. B. Portale, Giuffrè, Milano, 2007.

- ASCARELLI Tullio, *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, p. 3 ss.
- AULETTA, Giuseppe, e GIANNOTTA, M., *Osservazioni al Progetto De Gregorio*, in *La riforma delle società di capitali in Italia : progetti e documenti*, cit., p. 171.
- AUTORI, Luca, *Commento all'art. 146*, ne *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario* a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, tomo II, Giuffrè, Milano, 1999.
- ABU AWWAD, Amal, *Profili di tutela delle azioni convertibili*, in *NDS (Il Nuovo diritto delle società)*, 2013, n. 18, pp. 40-58.
- BALBI, Celso E., *Azioni di risparmio: aumento di capitale e riconversione*, in *Giur. comm.*, 1991, I, pp. 21-29.
- BALZARINI, Paola, *Le azioni senza diritto di voto. Prassi statutaria e profili di diritto comparato*, Egea, Milano, 1992.
- BARTOLACELLI, Alessio, *La partecipazione non azionaria nella S.p.a. Gli strumenti finanziari partecipativi*, Giuffrè, Milano, 2012.
- BELVISO, Umberto, *Le modificazioni dell'atto costitutivo nelle società per azioni*, in *Trattato di diritto privato dir. da P. Rescigno*, vol. 17, Utet, Torino, 1985.
- BELVISO, Umberto, *Azioni di risparmio*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, t. 2, Cedam, Padova, 1998.
- BELVISO, Umberto, *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976, I, pp. 779-809.
- BERLE JR., Adolf A. – MEANS, Gardiner C., *Società per azioni e proprietà privata (The Modern Corporation and Private Property, 1932)*, trad. it. di G. M. Ughi, con introduz. di G. A. Brioschi, Einaudi, Torino, 1966.
- BIGELLI, Marco, *Le azioni di risparmio. Un'analisi economica e gli effetti sulla governance dell'impresa*, Il Mulino, Bologna, 2003.
- BIONE, Massimo, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni dir. da Colombo e Portale*, vol. II, t. 1, Utet, Torino, 1991.
- BIONE, Massimo, *Le azioni di risparmio fra mito e realtà*, in *Giur. comm.*, 1975, I, p. 164 ss.
- BLANDINI, Antonio, *Società quotate e società diffuse. Le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Trattato di diritto civile del Consiglio nazionale del notariato dir. da Perlingieri*, vol. V, 10, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2005.
- BOCCA, Renato, *Commento all'art. 2346, 1°-5° comma*, ne *Il nuovo diritto societario*, dir. da Cottino e altri, t. 1, cit.
- BOMPANI, Aldo – BOMPANI, Giorgio, *Le azioni di risparmio: aspetti giuridici e finanziari*, Società per l'auditing tributario, Firenze, 1979.

- CAGNASSO, Oreste, voce *Azioni di società*, in *Digesto IV, Discipline privatistiche, Sezione commerciale*, vol. I, Utet, Torino, 1991.
- CALLEGARI, Mia, *Commento agli artt. 2437-2437 sexies*, ne *Il nuovo diritto societario* dir. da Cottino e altri, cit., t. 2.
- CAMPOBASSO, Gian Franco, *Diritto commerciale, 2. Diritto delle società*, 8^a ediz. a cura di M. Campobasso, Utet, Torino, rist. 2013.
- CAMPOBASSO, Gian Franco, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Utet, Torino, 2003.
- CAPARVI, Roberto, *Le azioni di risparmio nel quadro di rinnovamento della Borsa valori*, in *Scritti in onore di Ugo Caprara*, vol. II, Vallardi, Milano, 1975.
- CAPIZZI, Antonio, *Conversione obbligatoria di azioni di risparmio in ordinarie, parità di trattamento, alienazione di azioni di s.p.a. ante causam e perdurante titolarità del diritto al risarcimento ex art. 2373³ c.c.*, nota a Trib. Roma, 7 luglio 2011, in *Giur. comm.*, 2013, II, pp. 286-315.
- CASTELLANO, Gaetano, *L'ammissione, di diritto e d'ufficio, alla quotazione di borsa: appunti*, in *Giur. comm.*, 1977, I, p. 238 ss.
- CESARINI, Francesco, *Le azioni di risparmio: la prassi*, in *Riv. soc.*, 1984, pp. 1183-1211 e in *La legge 216 dieci anni dopo. Aspetti societari*, a cura di G. E. Colombo e F. Cesarini, Giuffrè, Milano, 1985.
- Circolare Assonime n. 179/1974*, in *Riv. soc.*, 1974, p. 909 ss.
- CIVITELLI, Mara, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 2004, I, pp. 491-510.
- COLOMBO, Giovanni E. – MARCHETTI, Piergaetano, *Delisting e azioni di risparmio (due pareri contrapposti)*, in *Banca borsa*, 2002, I, pp. 365-379.
- COSTA, Concetto, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio nell'organizzazione della società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1984.
- COSTI, Renzo, *Il mercato mobiliare*, 8^a ediz., Giappichelli, Torino, 2013.
- COTTINO, Gastone, *Introduzione al Trattato*, in BONFANTE, Guido – COTTINO, Gastone, *L'imprenditore*, in *Trattato di diritto commerciale* dir. da Cottino, vol. I, Cedam, Padova, 2001.
- COTTINO, Gastone, *Il D. L. 24 febbraio 1998, n. 58. Il nuovo regime delle società quotate: prime considerazioni*, in *Giur. it.*, 1998, pp. 1295-1301.
- COTTINO, Gastone, *Diritto commerciale*, vol. I, t. 2. *Le società e le altre associazioni economiche*, 3^a ediz., Cedam, Padova, 1994.
- CRESCENZI, Antonella, *I documenti di programmazione. Una lettura della politica economica in Italia dal Piano Marshall al DPEF 2008-2011*, LUISS University Press, Roma, 2007.

- DE ACUTIS, Maurizio, *Il diritto dell'azionista di risparmio di impugnare le deliberazioni invalide e l'emissione di azioni di risparmio con sopraprezzo* nota a Trib. Milano, 26 settembre 1991, in *Giur. comm.*, 1992, II, pp. 499-508.
- DE ACUTIS, Maurizio, *Le azioni di risparmio*, Giuffrè, Milano, 1981.
- DE MARI, Michele, *La quotazione di azioni nei mercati regolamentati: profili negoziali e rilievo organizzativo*, Giappichelli, Torino, 2004.
- DESANA, Eva, *Le azioni e il diritto di voto*, in *La riforma delle società. Profili della nuova disciplina* a cura di S. Ambrosini, Giappichelli, Torino, 2003.
- DE VITIS, Salvatore, *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Giappichelli, Torino, 1999.
- DI CECCO, Giustino, *Convertibilità e conversione dei titoli azionari*, Giuffrè, Milano, 2012.
- DOMENICHINI, Giovanni, *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1993.
- DRAGHI, Mario, *Audizione davanti alla Commissione Finanza e Tesoro della Camera del 10 dicembre 1997*, in *Giur. comm.*, 1997, I, pp. 771-787; in *Riv. soc.*, 1998, pp. 190-204.
- ENRIQUES, Luca, *Quartum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca borsa*, 2005, I, p. 166 ss.
- FAZZUTTI, Ettore, *Obbligazioni convertibili e modifica del rapporto di cambio*, in *Giur. comm.*, 1977, I, pp. 923-947.
- FENGHI, Francesco, *Appunti sulle azioni di risparmio*, in *Banca borsa*, 1982, I, p. 776 ss.
- FERRI, Giuseppe, *La filosofia della miniriforma delle società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1975, I, p. 209 ss.
- FERRI, Giuseppe, *La tutela dell'azionista in una prospettiva di riforma*, in *Riv. soc.*, 1961, pp. 177-196.
- FERRO-LUZZI, Paolo, *Le azioni di risparmio; «vingt ans après»*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate (Atti del convegno di S. Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998)*, Giuffrè, Milano, 1998.
- FERRO-LUZZI, Paolo, *Le azioni di risparmio*, in AA. VV., *La riforma-stralcio della s.p.a. e la piccola riforma della borsa valori (Legge 7 giugno 1974, n. 216). Atti del seminario di Milano, 11-13 novembre 1974*, Vita e pensiero (Università Cattolica del Sacro Cuore), Milano, 1975.
- GALGANO, Francesco, *Diritto commerciale, 2. Le società*, 18^a ediz., Zanichelli, Bologna, rist. aggiorn. 2013.

- GALGANO, Francesco, *Le società per azioni. Principi generali*, ne *Il Codice Civile. Commentario* dir. da Schlesinger, Giuffrè, Milano, 1996.
- GALLETTI, Danilo, *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società quotate*, in *Banca borsa*, 1999, I, p. 622 ss.
- GIAIMO, Giuseppe, *Conversione del contratto nullo*, ne *Il codice civile. Commentario*, fond. da Schlesinger e dir. da Busnelli, Giuffrè, Milano, 2012.
- GIAMPAOLINO, Carlo Felice, *Le azioni speciali*, Giuffrè, Milano, 2004.
- GRANDE STEVENS, Franzo, *Azioni di risparmio e sovrapprezzo*, in *Banca borsa*, 1983, I, p. 98 ss.
- GRAZIANI, Alessandro – MINERVINI, Gustavo – BELVISO, Umberto, *Manuale di diritto commerciale*, Morano, Napoli, 1990.
- GRECO, Paolo, *Considerazioni generali sulla riforma della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1966, p. 235 ss.
- GUERRA, Pietro, *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate nella legge n. 216*, in *Riv. soc.*, 1976, p. 821 ss.
- IRTI, Natalino, *L'ordine giuridico del mercato*, Laterza, Bari, 1998.
- JORIO, Alberto, *La riforma delle società commerciali nei riflessi delle compagnie di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1975, I, p. 511 ss.
- LEMMA, Valerio, “Mezzanine finance”: *nuova generazione di prestito subordinato?*, in *Banca borsa*, 2007, I, pp. 93-106.
- MAISANO, Aldo, *Revoca della quotazione dei titoli sociali e azioni di risparmio*, in *Vita notar.*, 1981, p. 55 ss. e in *Studi in memoria di Gaetano Costa*, Giuffrè, Milano, 1982.
- MARANO, Pierpaolo, *Legittimazione attiva del rappresentante comune degli azionisti di risparmio ed emissione di azioni di risparmio con sovrapprezzo*, nota a Trib. Milano, 6 dicembre 1990, in *Giur. comm.*, 1991, II, p. 783 ss.
- MARCHETTI, Piergaetano, *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, in *Storia del capitalismo italiano dal dopoguerra a oggi*, a cura di F. Barca, Donzelli, Roma, 3^a rist. 2010, pp. 467-499.
- MARCHETTI, Piergaetano, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio: uno statuto*, in *Riv. soc.*, 1984, pp. 1042-1046.
- MAUGERI Marco, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, pp. 1292-1319.
- MIGNOLI, Ariberto, *Idee e problemi nell'evoluzione della “company” inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, p. 633 ss., ora in ASCA-

- RELLI Tullio – MIGNOLI Ariberto, *Lecture per un corso di diritto commerciale comparato*, a cura di G. B. Portale, Giuffrè, Milano, 2007.
- MIGNOLI, Ariberto, *Le “partecipazioni agli utili” nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 1966.
- MIGNOLI, Ariberto, *Le assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1960.
- MIGNONE, Gianni, *Commento agli artt. 2447 bis – 2447 novies e Commento all’art. 2447 decies*, ne *Il nuovo diritto societario* dir. da Cottino e altri, t. 2, cit.
- MIGNONE, Gianni, *La disciplina delle azioni di risparmio e l’organizzazione delle azioni di categoria quotate*, in *Codice commentato delle società* a cura di N. Abriani e M. Stella Richter, t. II, Utet, Torino, 2010.
- MIGNONE, Gianni, *L’associazione in partecipazione*, ne *Il Codice civile. Commentario*, fond. da Schlesinger e dir. da Busnelli, Giuffrè, Milano, 2008.
- MINERVINI, Gustavo, *Sull’applicabilità alle società ammesse al mercato ristretto della disciplina relativa alle società quotate in borsa*, in *Banca borsa*, 1982, I, p. 887 ss.
- MONDINI, Paolo Flavio, *Le azioni correlate*, 2^a ediz., Milano, 2009.
- MONTALENTI, Paolo – BALZOLA, Stefano, *La società per azioni quotata*, Zanichelli, Bologna, 2010.
- MONTALENTI, Paolo, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale* dir. da Cottino, vol. IV, t. 2, Cedam, Padova, 2004.
- MUCCIARELLI, Guido, *Il sopraprezzo delle azioni*, Giuffrè, Milano, 1997.
- NOBILI, Raffaele, *La disciplina delle azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1984, pp. 1212-1234 e in *La legge 216 dieci anni dopo. Aspetti societari*, a cura di G. E. Colombo e F. Cesarini, Giuffrè, Milano, 1985.
- NOBILI, Raffaele, *Commento all’art. 9, Commento all’art. 14, Commento all’art. 15*, in NOBILI, Raffaele – VITALE, Marco, *La riforma delle società per azioni. Commento alla Legge 7 giugno 1974, n. 216 e ai Decreti delegati*, Giuffrè, Milano, 1975.
- NOTARI, Mario, *Le categorie speciali di azioni*, ne *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum G. F. Campobasso*, dir. da Abbadessa e Portale, vol. I, Utet, Torino, 2007.
- NOTARI, Mario, *Il recesso per esclusione dalla quotazione nel nuovo art. 2437-quinquies c.c.*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, pp. 529-547.
- NOTARI, Mario, *Commento all’art. 145*, ne *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della finanza, d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario* a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, tomo II, Giuffrè, Milano, 1999.

- OPPO, Giorgio, *La tutela dell'azionista nel progetto di riforma*, in *Riv. soc.*, 1966, p. 1220 ss.
- OPPO, Giorgio, *Prospettive di riforma e tutela della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 361 ss.
- PATRONI GRIFFI, Ugo, *Le azioni correlate*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2005.
- PISANI MASSAMORMILE, Andrea, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 1268-1315.
- PORTALE, Giuseppe Benedetto, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni dir.* da Colombo e Portale, vol. I, t. 2, Utet, Torino, 2004.
- PORTALE, Giuseppe Benedetto, *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 146-169.
- PORTALE, Giuseppe Benedetto, *Tra "deregulation" e crisi del diritto azionario comunitario*, in *La riforma delle società quotate*, (Atti del convegno di S. Margherita Ligure, 13-14 giugno 1998), Giuffrè, Milano, 1998.
- PORTALE, Giuseppe Benedetto, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1986, pp. 569-580.
- PRESTI, Gaetano – RESCIGNO, Matteo, *Corso di diritto commerciale*, vol. II. *Società*, 6^a ediz., Zanichelli, Bologna, 2013.
- PRESTIPINO, Marco, *Commento all'art. 145*, in *Commentario T.U.F. Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni* a cura di F. Vella, t. 2, Giappichelli, Torino, 2012.
- RABITTI BEDOGNI, Carla, *Revoca della quotazione di borsa e tutela degli azionisti di risparmio*, in *Rass. econ. Banco Napoli*, 1990, p. 682 ss.
- SALAFIA, Vincenzo, *Conversione di azioni di risparmio in ordinarie*, nota a Trib. Genova, ord. 15 gennaio 1994, in *Società*, 1994, p. 527 ss.
- SANTAGATA, Renato, *Commento all'art. 145*, in *Testo Unico della finanza (d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58). Commentario dir.* da G. F. Campobasso, vol. II. *Emittenti*, Utet, Torino, 2002.
- SANTORO, Vittorio, *Commento all'art. 2351*, ne *La riforma delle società. Commentario del d. lgs. 17 gennaio 2003, n.6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, t. 1, Giappichelli, Torino, 2003.
- SANTORO, Vittorio, *Profili della disciplina della tutela delle minoranze*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Giappichelli, Torino, 1999.
- SANTORO, Vittorio, *Dai progetti di riforma all'attuale miniriforma della società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1976, I, pp. 872-891.

- SARALE, Marcella, *Maggiorazione del dividendo complessivo spettante agli azionisti di risparmio e poteri dell'assemblea della società emittente*, nota a Trib. Milano, 6 aprile 1992, in *Giur. comm.*, 1993, II, pp. 554-566.
- SEPE, Marco, *Commento all'art. 145, ne Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998.
- SERRA, Antonio, *L'assemblea: procedimento*, in *Trattato delle società per azioni* dir. da Colombo e Portale, vol. III, t. 1, Utet, Torino, 1994.
- SFAMENI, Paolo, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Giuffrè, Milano, 2008.
- SIMONETTO, Ernesto, *Responsabilità e garanzia nel diritto societario italiano*, Cedam, Padova, 1959.
- SPADA, Paolo, *Tipologia delle società e società per azioni quotata*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, pp. 211-221.
- SPADA, Paolo, *La tipicità delle società*, Cedam, Padova, 1974.
- SPADA, Paolo, *Le azioni di risparmio*, in *Primo commento alla legge 7 giugno 1974, n. 216*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, pp. 585-601.
- SPOLIDORO, Marco Saverio, *Commento all'art. 19 d.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Nuove leggi civili commentate*, 1988, I, pp. 131-168.
- STAGNO D'ALCONTRES, Alberto, *Commento all'art. 2350*, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, vol. I, Jovene, Napoli, 2004.
- TEDESCHI, Fabrizio, *Sulla conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie*, in *Giur. comm.*, 1978, I, pp. 589-599.
- TOMBARI, Umberto, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 965-998.
- VALZER, Amedeo, *Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2012.
- VENTORUZZO, Marco, *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2012.
- VIANDIER, Alain, *Les actions reflet*, in *RJDA (Revue de Jurisprudence de Droit des Affaires)*, 2001, *Chronique*, p. 3 ss.
- WEIGMANN, Roberto, *Concorrenza e mercato azionario*, Giuffrè, Milano, 1978.
- ZANARONE, Giuseppe, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da Colombo e Portale, vol. III, t. 2, Utet, Torino, rist. 1998.