

UNIVERSITA' COMMERCIALE

LUIGI BOCCONI

XVII° CICLO DOTTORATO DI RICERCA

IN DIRITTO COMMERCIALE

CATEGORIE SPECIALI DI AZIONI

Tutor:

Chiar.mo Prof. Massimo Bione

Tesi di dottorato di

Corrado Formica

Matricola n. 901983

INDICE

CAPITOLO I°

Categorie speciali di azioni: evoluzione, nozione e classificazione

1) <i>Brevi cenni sull'evoluzione della disciplina</i>	pag. 1
2) <i>Categorie di azioni: nozione e problemi interpretativi</i>	“ 8
3) <i>Dall'atipicità ristretta del codice del 1942 all'atipicità estesa prevista dal D.lgs. n. 6/2003</i>	“ 19
4) <i>La specialità come criterio di classificazione delle categorie tra modelli tipici e principio di atipicità</i>	“ 23

CAPITOLO II°

Azioni speciali tipiche o nominate

1) <i>Azioni postergate e le problematiche connesse agli effetti della postergazione</i>	pag. 26
2) <i>Le altre fattispecie di azioni privilegiate</i>	“ 35
3) <i>Azioni correlate o di settore.</i>	
- a) <i>La funzione economica del capitale di rischio diversificato alla luce delle esigenze della new economy</i>	“ 41
- b) <i>L'inciso in riferimento ai patrimoni destinati ad uno specifico affare</i>	“ 43
- c) <i>Il concetto, giuridicamente spurio, di settore</i>	“ 45
- d) <i>La separata rendicontazione contabile di settore</i>	“ 46
- e) <i>I diritti di categoria ed, in particolare, il diritto agli utili doppiamente subordinato. La figura dell'amministratore responsabile di settore</i>	“ 48
- f) <i>I possibili effetti della mancanza di un limite quantitativo</i>	“ 51
- g) <i>Il rischio del conflitto di interessi</i>	“ 52
4) <i>La specialità delle azioni nel diritto di voto</i>	
- a) <i>Le azioni prive del diritto di voto</i>	“ 55
- b) <i>L'impatto della riforma sulla disciplina delle azioni di risparmio</i>	“ 62
5) (...segue) <i>Le altre nuove forme di limitazione del voto</i>	“ 68
- a) <i>Le azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti</i>	“ 69
- b) <i>Le azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative</i>	“ 69
- c) <i>La particolare fattispecie di cui all'art. 104 Tuf.</i>	“ 72
6) (...segue) <i>Le nuove ulteriori varianti del diritto di voto previste per le società chiuse dal terzo comma dell'art. 2351 c.c.: le azioni con voto massimo, le azioni con voto a scalare ed il problema del voto capitario</i>	“ 75
7) <i>Azioni a favore dei prestatori di lavoro</i>	

- a) <i>Premessa: le fonti del favor legislativo nei confronti della partecipazione dei dipendenti all'impresa</i>	pag. 80
- b) <i>La disciplina dell'azionariato gratuito ex art. 2349 c.c. e le novità della riforma: le deroghe ed il procedimento</i>	" 83
- b1) <i>La necessità della previsione statutaria</i>	" 85
- b2) <i>La nozione estensiva di utili assegnabili</i>	" 86
- b3) <i>I destinatari della norma</i>	" 86
- b4) <i>Sulla configurabilità delle azioni gratuite ai dipendenti come categorie speciali di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c.</i>	" 89
8) <i>Azioni di godimento</i>	
- a) <i>La disciplina ed i diritti azionari</i>	" 91
- b) <i>La natura azionaria e la configurazione di categoria</i>	" 93
- c) <i>L'impatto della riforma ed il problema irrisolto di applicabilità della fattispecie alla riduzione del capitale per perdite</i>	" 94
9) <i>Azioni riscattabili</i>	
- a) <i>Gli aspetti preliminari: le fonti ed il riscatto</i>	" 96
- b) <i>Valore e modalità di liquidazione delle azioni soggette a riscatto</i>	" 103
10) <i>Azioni con prestazioni accessorie: la controversa configurazione di categoria</i>	" 108

CAPITOLO III°

I limiti dell'autonomia statutaria nella creazione di azioni atipiche

1) <i>La ricerca dei limiti ex art. 2348 c.c. e la bipartizione tra limiti espressi ed inespressi</i>	pag. 116
2) <i>I limiti espressi</i>	
a) <i>Il divieto di patto leonino ex art. 2265 c.c.</i>	" 118
b) <i>Il divieto di emissione di azioni a voto plurimo</i>	" 120
c) <i>Il limite quantitativo ex art. 2351, secondo comma, c.c.</i>	" 121
3) <i>I limiti inespressi;</i>	
a) <i>Il rispetto del principio di uguaglianza relativa ex art. 2348, terzo comma, c.c.</i>	" 123
b) <i>Il rispetto dei connotati ontologici ed essenziali delle azioni</i>	" 124
4) <i>La modificabilità dei diritti diversi dal voto e da quelli patrimoniali;</i>	
a) <i>Sul diritto di opzione</i>	" 134
b) <i>Sul diritto di recesso</i>	" 136
c) <i>Relativamente agli altri diritti sia di natura amministrativa sia di informazione</i>	" 137
5) <i>La conversione delle azioni</i>	" 138
Indice bibliografico	" 140

CAPITOLO I°

Categorie speciali di azioni: evoluzione, nozione e classificazione

Sommario: 1) *Brevi cenni sull'evoluzione della disciplina.* 2) *Categorie di azioni: nozione e problemi interpretativi.* 3) *Dall'atipicità ristretta del codice del 1942 all'atipicità estesa prevista dal D.lgs. n. 6/2003.* 4) *La specialità come criterio di classificazione delle categorie tra modelli tipici e principio di atipicità.*

1) Brevi cenni sull'evoluzione della disciplina

La nozione giuridica delle categorie speciali di azioni ha trovato un'espressa previsione codicistica con l'art. 2348 introdotto dal codice civile del 1942, ma le sue origini risalgono al previgente codice di commercio del 1882.

Infatti l'art. 164 del cod. comm. recitava che "le azioni devono essere di eguale valore e conferiscono ai loro possessori eguali diritti, *se non è stabilito diversamente nell'atto costitutivo*, salvo però ad ogni azionista il diritto di voto nelle assemblee generali. Le azioni possono essere nominative od al portatore".

Le categorie speciali di azioni furono quindi concepite come una deroga al fondamentale principio di uguaglianza con la quale si ebbe a riconoscere all'autonomia statutaria la possibilità di creare azioni fornite di diritti diversi.

Tale *diversità* di diritti poteva concernere la disuguale corrispettività del valore dell'azione o la particolare forma dell'azione in riferimento ai suoi modi di emissione e di trasferimento¹.

Annoverabili, sotto il primo aspetto, erano le azioni di capitale o paganti², le azioni di industria³, le azioni di godimento⁴, le azioni di fondazione e di premio⁵,

¹ La distinzione è di E. VIDARI, *Corso di diritto commerciale*, vol. II, Ulrico Hoepli Editore, Milano, 1901, pag. 88 e ss. Si veda anche U. NAVARRINI, *Commentario al codice di commercio*, vol. II, Casa Editrice dott. Francesco Vallardi, Milano, il quale distingue tre tipologie azionarie: le azioni privilegiate o di priorità, le azioni di godimento e le azioni industriali; C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, Casa Editrice dott. Francesco Vallardi, Milano, 1929.

² Rappresentavano il "corrispettivo di una certa somma di denaro o di qualunque cosa mobile od immobile misurata a denaro", riconoscendo ai titolari il "diritto ai profitti e ad una quota parte del capitale sociale, allorché, sciolta e liquidata la società, siano stati pagati tutti i creditori". Sono, in altre parole, le azioni ordinarie.

³ Date "in corrispettivo di lavoro, di brevetti di invenzione, di privative", attribuivano esclusivamente il diritto ai profitti sociali, ma non alla divisione del patrimonio dopo lo scioglimento della società.

⁴ Emesse in sostituzione delle azioni di capitale già rimborsate utilizzando il fondo di riserva, non davano diritto ad alcun profitto in quanto già pagate e, in caso di scioglimento, il loro valore poteva essere rimborsato solo dopo avere pagato tutti i debiti e rimborsato tutti gli altri azionisti.

le azioni privilegiate o di priorità⁶. Sotto l'altro aspetto, attinente ai modi di circolazione dei titoli, erano invece ricomprese le azioni nominative, all'ordine, al portatore.

La normativa codicistica, scarna e lassista, consentì il proliferarsi anche di altre tipologie azionarie che furono importate nel nostro paese a seguito della prima significativa apertura dei mercati stranieri.

Di alcune fattispecie ne fu messa in discussione la liceità e ciò con particolare riferimento alle azioni privilegiate⁷ (o di priorità) ed alle azioni a voto plurimo⁸.

⁵ Attribuite, le prime, in corrispettivo dell'opera prestata dai promotori per la costituzione della società; le seconde come corrispettivo riconosciuto a coloro che si erano occupati del collocamento delle azioni. Tuttavia l'emissione di entrambe le fattispecie era considerata proibita.

⁶ Caratterizzate da un duplice vantaggio patrimoniale: il diritto ad un dividendo maggiore o ad un interesse fisso ed una preferenza nel loro rimborso in caso di liquidazione o diminuzione del capitale sociale.

⁷ Fu ravvisata, in particolare, sia una presunta violazione del patto leonino previsto dall'art. 1719 dell'allora vigente codice civile (v. C. VIVANTE, *ult. op. cit.*, il quale le ha tuttavia ritenute pienamente ammissibili posto che esse, esposte al rischio di perdere i frutti del capitale ed il capitale stesso, non potevano in alcun modo integrare una presunta violazione del patto leonino), sia una loro presunta inammissibilità in quanto i diritti riconosciuti a tali azionisti li avrebbero resi, nello stesso tempo, soci e creditori della società, soci e terzi, debitori e creditori per la stessa causa e verso la stessa persona, creando così una situazione ritenuta assolutamente antiggiuridica (così E. CABERLOTTO, *Del Commercio in generale*, Unione Tipografica Editrice, Torino, 1899, il quale, richiamando il pensiero di E. VIDARI - che ripropone la problematica anche nell'*ult. op. cit.*, pag. 93 -, contesta tale impostazione dal momento che non vi è alcun principio di diritto né alcuna disposizione di legge per cui possa dirsi vietato che in una medesima persona si riunisca la duplice qualità di creditore e debitore verso un'altra persona, purchè in pendenza di diversa causa, estremo che ben si verifica nella specie).

⁸ Le azioni a voto plurimo fecero il loro ingresso nel nostro paese agli inizi del '900. Esse furono utilizzate soprattutto al fine di consentire agli imprenditori di conservare il proprio potere gestionale di fronte al dilagare del capitalismo straniero occasionato dalla grave crisi economica e politica di allora. Scrive L. MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, vol. IV, Cedam Editore, Padova, 1957, pagg. 312 e ss: "Al fatto il sistema del voto plurimo rispondeva ad esigenze della s.p.a. e di un tempo. Si costituiva a suo mezzo una garanzia di forza e di continuità nella guida della s.p.a., che appariva necessaria all'estremo in momenti di crisi economica e politica. Si ricorse, infatti, al voto plurimo per difendere le imprese marittime tedesche, alla fine della prima guerra mondiale, onde far fronte al pericolo immane della espropriazione americana. I capitali stranieri passavano, ma la guida nazionale rimaneva e portava in salvo l'impresa. Generalizzato ad altre imprese, al di là delle collisioni nazionali, il voto plurimo significava che la s.p.a. non cadeva in poteri di gruppi ed interessi estranei, potere fondato sempre sulla base capitalistica ed il suo dilagare. Questa è la faccia, la faccia onorevole del voto plurimo, ma c'è l'altra faccia, ossia la formazione di una oligarchia o dittatura all'interno della società, col peso del suo immobilismo. In verità il voto plurimo rivolto contro il capitalismo estraneo alla nazione, od estraneo alla società, nascondeva un capitalismo più forte ed all'occorrenza esoso. Infatti, la posizione di diritto acquistata con la prima spinta capitalistica, veniva ad eternarsi, e finiva con l'aver ragione della stessa ombra di libertà ch'era nel capitalismo. All'apparizione delle azioni a voto plurimo, altre categorie di azioni si affacciarono nella vita della s.p.a. ed anch'esse vennero accolte con polemiche non dimenticabili. Furono le azioni di comando, le azioni di amministrazioni, le azioni di riserva".

In tale contesto nacque così l'esigenza di dare ordine e regole alla disciplina azionaria anche al fine di prevedere le prime forme di tutela del risparmio a cui il legislatore del codice civile del 1942 non si dimostrò insensibile⁹.

L'impianto normativo fu così rinnovato ed arricchito con disposizioni che eliminarono alcuni dei problemi interpretativi sollevati sotto la vigenza del codice di commercio.

L'art. 2348 c.c. intitolato proprio "categorie di azioni" sancì il fondamentale principio di uguaglianza azionaria (primo comma). Uguaglianza inderogabile per quanto concerne il valore nominale delle azioni previsto dall'art. 2346 c.c.; uguaglianza, invece, derogabile per quanto concerne i diritti azionari, diversamente modellabili con l'atto costitutivo o con successive modificazioni di questo (secondo comma)¹⁰. E' proprio su tale derogabilità che hanno trovato piena consacrazione le categorie di azioni.

La tecnica legislativa del 1942 utilizzata per disciplinarle fu quella di prevedere una disposizione a carattere generale - per l'appunto il secondo comma dell'art. 2348 c.c. - ed, all'interno degli artt. 2350 e 2351 c.c. che regolavano i due principali diritti azionari (rispettivamente, diritto agli utili ed alla quota di liquidazione e diritto di voto), prevedere deroghe alla *normale e/o ordinaria* attribuzione di tali diritti.

⁹ Infatti nella Relazione Ministeriale al libro del lavoro, richiamata anche da L. LORDI, *Istituzioni di diritto Commerciale*, vol. I, Cedam, Padova, 1943, pag. 279, si legge al n. 146: "La disciplina delle azioni è dominata dal principio generale che le azioni devono essere di uguale valore e attribuiscono ai loro possessori, oltre al diritto di voto, uguali diritti patrimoniali, intendendosi per tali quello di partecipare ad una parte proporzionale degli utili e, dopo lo scioglimento della società, quello di ottenere una parte proporzionale del patrimonio netto risultante dalla liquidazione. Il codice tuttavia conserva la facoltà, già ammessa in modo embrionale dal codice vigente, di *creare speciali categorie di azioni fornite di diritti diversi*, sia con l'atto costitutivo sia con successive modificazioni di questo. La libertà statutaria in ordine alla creazione di particolari categorie di azioni doveva tuttavia avere dei limiti. Circolano ora infatti sui vari mercati del mondo i titoli più svariati: *azioni comuni, azioni senza valore nominale, azioni privilegiate, azioni a voto plurimo, azioni senza voto, obbligazioni convertibili in azioni*. Bisognava dunque scegliere tra tanta varietà, tenendo innanzi tutto presente che in una economia come la nostra la moltiplicazione dei tipi di azioni molto probabilmente disorienterebbe il risparmiatore anziché accostarlo a queste forme di investimento. Bisognava in secondo luogo stabilire quali degli accennati tipi di azioni rispondessero ad una esigenza concreta e quali invece fossero l'espressione di situazioni economiche che - almeno per noi - possono ritenersi superate".

¹⁰ G. FRE', in *Commentario del codice civile a cura di A. Scialoja e G. Branca*, Zanichelli Editore, Bologna, 1961, Commento sub. art. 2348 c.c., pag. 162 ed, in nota, v. riferimenti della dottrina che, sotto l'impero del codice di commercio, sostenne la liceità dell'emissione di azioni di diverso valore.

L'alterazione dei diritti patrimoniali di cui all'art. 2350 c.c. è l'elemento che contraddistinse le azioni privilegiate e le azioni postergate.

Le prime caratterizzate da una modifica in *melius* di tali diritti nel senso che ai loro sottoscrittori veniva attribuito un minimo di benefici annuali da prevalersi sugli utili dell'esercizio oppure un diritto di preferenza sul patrimonio sociale netto risultante dalla liquidazione o entrambi questi diritti.

Le seconde, invece, caratterizzate da una modifica in *pejus* di tali diritti nel senso che dagli utili ripartibili in ogni esercizio doveva prelevarsi innanzitutto la somma necessaria per distribuire un determinato dividendo alle azioni ordinarie, mentre l'eccedenza doveva ripartirsi in uguale misura fra queste e le azioni postergate. La loro previsione finiva col rendere privilegiate le azioni ordinarie¹¹.

La deroga prevista dall'art. 2351 c.c. in ordine al diritto di voto riconobbe espressa validità alle azioni speciali con voto limitato. Tale norma introdusse il principio di necessario bilanciamento tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi nel senso che il legislatore del '42 acconsentì ad una limitazione di tale primario diritto amministrativo solo laddove esso fosse compensato da un privilegio di carattere patrimoniale.

Furono, inoltre, previsti due limiti alla creazione di azioni alterate nel diritto di voto. Un primo limite di natura quantitativa dal momento che le azioni a voto limitato non potevano superare la metà del capitale sociale. Il secondo limite riguardante il divieto di emettere azioni a voto plurimo¹² che risolse il vivace

¹¹ G. FRE', *ult. op. cit.*, pag. 166.

¹² L'art. 212 disp. att. c.c. ebbe a prevedere, tuttavia, una disciplina transitoria: "Le azioni a voto plurimo, esistenti al 27 febbraio 1942, nonché quelle emesse a norma dell'ultimo comma (n.d.r., cioè emesse in occasione di aumenti di capitale deliberati prima dell'entrata in vigore del codice e dirette a mantenere inalterato il rapporto tra le varie categorie di azioni), potranno essere conservate per tutta la durata della società emittente prevista dall'atto costitutivo o dalle modificazioni di questo anteriori alla data suindicata". Su un interessante caso di interpretazione della disciplina transitoria v. N. GASPERONI, *Aumento di capitale mediante rivalutazione monetaria ed emissione di azioni gratuite a voto plurimo*, in Banca borsa tit. cred., 1949, II, 325 e ss. il quale, con nota a commento della Corte di Appello di Torino in data 6/6/1949, ne critica la decisione con cui essa ebbe a statuire che: "il divieto di emissione di nuove azioni a voto plurimo non trova applicazione, quando l'aumento di capitale avvenga per imputazione di riserva a patrimonio, o per rivalutazione monetaria di esso".

dibattito, in ordine alla loro liceità, apertosi durante l'impero del codice di commercio¹³.

Furono poi previsti due particolari tipologie azionarie, le azioni a favore dei prestatori di lavoro (art. 2349 c.c.) e le azioni di godimento (art. 2353 c.c.), caratterizzate non tanto da una – possibile – alterazione dei diritti, quanto dalle particolari circostanze previste per la loro emissione.

Altra fattispecie prevista furono le azioni con prestazioni accessorie (art. 2345 c.c.) in base alle quali il titolare, oltre all'obbligo di eseguire i conferimenti, era tenuto al compimento di prestazioni non pecuniarie il cui valore non veniva computato nel capitale sociale. Il suo compenso non era rappresentato dal riconoscimento dei dividendi sociali, bensì da speciali forme remunerative determinate nell'atto costitutivo.

¹³ Per le ragioni che portarono alla soppressione delle azioni a voto plurimo ed all'introduzione del principio di necessario bilanciamento tra diritti patrimoniali ed amministrativi, v. la Relazione Ministeriale al libro del lavoro, ai nn. 147-148.

“147 - Il punto più controverso in questa materia era rappresentato dalle così dette *“azioni a voto plurimo”*, attorno alle quali in tempi relativamente recenti si accese in dottrina e giurisprudenza tanto vivace dibattito, mentre anche la pratica esprimeva sull'utilità di esse discordanti giudizi. Vagliate le ragioni addotte a favore e contro l'istituto, è parso che le seconde dovessero prevalere sulle prime, e il codice, uscendo dall'agnosticismo legislativo dal quale quel dibattito trasse origine, ha *escluso espressamente la liceità di questo tipo di azioni*, salve naturalmente quelle che potranno essere le disposizioni transitorie per le situazioni precostituite. Le emissioni di *azioni a voto plurimo* si riconnettono, infatti, ad una fase ormai superata della *nostra struttura finanziaria*. Sganciata provvidamente l'attività produttrice dalle interferenze bancarie ed eliminate nel nuovo sistema di economia controllata le avventurose velleità di *“scalate”*, il sistema del voto plurimo, che fu volta a volta un comodo strumento di dominio o un necessario mezzo di difesa, non ha più un'apprezzabile funzione”.

“148 - Se per gli accennati motivi è parsa giusta l'esclusione del sistema a voto plurimo, è sembrato, d'altra parte, che non potesse disconoscersi quella sostanziale diversità di mentalità e di intenti che esiste tra i gruppi di azionisti che partecipano alle società azionarie, e specialmente a quelle di maggiori dimensioni. Fra essi alcuni *perseguono infatti unicamente lo scopo di impiegare le proprie disponibilità in titoli* nei quali hanno fiducia e da cui si ripromettono di trarre un reddito possibilmente costante. Sono, insomma, *azionisti che hanno in gran parte la mentalità dell'obbligazionista* e che, come tali, desiderano specialmente ridurre le alte connesse alla partecipazione ad un'impresa commerciale, della cui gestione sostanzialmente si disinteressano. Altri azionisti, che generalmente formano il gruppo che ha preso l'iniziativa della costituzione della società e che a questa danno il proprio *contributo di lavoro e di esperienza, antepongono, invece, alla certezza di una costante ripartizione di utili l'interesse ad amministrare la società*, poiché confidano di trovare un adeguato compenso nello sviluppo e nella prosperità che questa potrà raggiungere in avvenire. Per tali considerazioni il nuovo codice consente che l'atto costitutivo possa stabilire che una *categoria di azioni, a cui sia attribuito un privilegio nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società, abbia diritto al voto soltanto nelle assemblee straordinarie. Al privilegio patrimoniale corrisponderà in questi casi una limitazione del diritto di partecipare alla gestione ordinaria della società*: di partecipare cioè a quelle assemblee ordinarie che gli azionisti, a cui si riferisce la disposizione in esame, del resto praticamente disertano”.

La disciplina delle categorie azionarie fu integrata, nel tempo, da normative speciali.

In primis la L. 216/1974 che introdusse le azioni di risparmio, massima ed estrema espressione del principio di necessario bilanciamento tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi.

Infatti tali azioni, emettibili unicamente da società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea, furono concepite prive del tutto del diritto di voto, tanto nelle assemblee ordinarie che in quelle straordinarie.

A tale privazione doveva corrispondere un privilegio patrimoniale che la L. 216/1974 prevedeva, inderogabilmente, nel suo contenuto e nella sua misura minima soprattutto in relazione alla postergazione nella partecipazione delle perdite.

Con l'entrata in vigore del D.lgs. 24/2/1998 n. 58 (Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria – Tuf.) la disciplina, sotto il profilo patrimoniale, è cambiata. Il privilegio non è più legislativamente predeterminato ma è rimesso all'autonomia statutaria che, ai sensi dell'art. 145 del Tuf., determina con l'atto costitutivo “il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità ed i termini del suo esercizio”.

Infine altre fattispecie di categorie speciali sono rappresentate dalle azioni delle banche popolari di cui alla L. 17/2/1992 n. 207 e dalle azioni delle SICAV (società di investimento a capitale variabile) le quali, introdotte inizialmente dal D. lgs. 25/1/1992 n. 84 (in attuazione della direttiva n. 85/611/CEE del 20/10/1985), hanno trovato una loro disciplina negli artt. 43 – 50 del citato Tuf., successivamente completata dal Regolamento della Banca d'Italia dell'1/7/1998 e poi modificata dai D.lgs. n. 6/2003, n. 274/2003 e n. 37/2004.

Venendo quindi ai giorni nostri, dopo oltre sessant'anni di vigenza del codice civile, la disciplina delle società di capitali è stata oggetto di una completa riforma introdotta dal D.lgs 17/1/2003 n. 6 che ha toccato, inevitabilmente, anche la disciplina delle categorie azionarie.

L'ampia libertà riconosciuta all'autonomia statutaria rappresenta senza dubbio il denominatore comune dell'intera riforma¹⁴ ed una sua estrinsecazione la si trova proprio nelle categorie azionarie.

Il novellato art. 2348 c.c. dispone infatti che “la società può *liberamente* determinare il *contenuto* delle azioni delle varie categorie”, seppur entro i limiti imposti dalla legge.

E' stato così sancito il *principio di atipicità* delle categorie speciali di azioni che rappresentano quindi categorie aperte modellabili, quanto a diritti patrimoniali ed amministrativi, sulla scorta delle esigenze sociali.

Nell'ambito di tale atipicità, le fattispecie tipiche già previste dal codice, rappresentate dalle azioni a favore dei prestatori di lavoro (art. 2349 c.c.), dalle azioni di godimento (art. 2353 c.c.) e dalle azioni con prestazioni accessorie (art. 2345 c.c.), non hanno subito alcuna sostanziale modifica.

Al contrario, modifiche significative sono state apportate agli artt. 2350 e 2351 c.c. che hanno tipizzato altre categorie azionarie.

Infatti con la prima norma sono state introdotte le *azioni correlate o di settore* mentre l'art. 2351 c.c., segnando il tramonto del previgente principio di necessario bilanciamento tra diritti patrimoniali ed amministrativi, ha previsto alcune categorie speciali con incidenza sul diritto di voto.

Sono, queste, le *azioni prive del diritto*, le *azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti*, le *azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative* e, per le sole società che non

¹⁴ A commento dei progetti di riforma P. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in Riv. Soc., 2000, 562. Il nuovo impianto normativo, improntato soprattutto su norme a carattere dispositivo e quindi non imperative ed inderogabili, si basa su un regime di *default* ossia su norme applicabili in assenza di scelte statutarie che vengono, di conseguenza, privilegiate. Di tale avviso è M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in Banca e Borsa, 2003, I, 519 e ss., il quale afferma (pag. 520): “Le nuove norme – proprio perché modificano assai significativamente il tradizionale assetto normativo della fattispecie azionaria e obbligazionaria abbandonando il modello <costrittivo> fatto proprio, anche e soprattutto per ragioni di standardizzazione, dal codice del 1942 a favore di un modello <elastico> che si direbbe quasi interamente rimesso all'autonomia negoziale e in cui le poche e laconiche norme di <tipizzazione> sembrano in verità avere contenuto non imperativo bensì dispositivo ed esemplificativo (fissando così un regime di *default* orientativo per la prassi statutaria e negoziale piuttosto che non precisi vincoli all'autonomia statutaria) - ...”.

fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, le *azioni con voto limitato ad una misura massima* e le *azioni con voto a scalare*.

Infine, seppur non ricomprese nella sezione V intitolata “Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi”, annoverabili tra le categorie azionarie sono le *azioni riscattabili* previste dall’art. 2437 sexies c.c. e le *azioni con diritto di voto subordinato all’effettuazione di un’opa*, introdotte sempre dalla riforma del 2003, ma previste dal novellato art. 104 Tuf..

2) Categorie di azioni: nozione e problemi interpretativi

Dalla formulazione dell’art. 2348 c.c. non si ricava una chiara ed univoca definizione delle azioni speciali e quali siano, quindi, le caratteristiche che esse debbano avere per configurare una categoria. La recente riforma del 2003 ha lasciato irrisolti i dubbi interpretativi sollevati in precedenza¹⁵.

¹⁵ Diversa ed autorevole è la dottrina che ha esaminato la problematica. In ordine cronologico: ante riforma del 2003: L. MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, vol. IV, Cedam Editore, Padova, 1957, pagg. 312 e ss.; A. MIGNOLI, *La nozione di categoria e le categorie di azioni a'sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in Riv. Dir. Comm., 1953, II, pag. 434; Id., *Le assemblee speciali*, Milano, 1960; B. VISENTINI, in *Enciclopedia del diritto*, voce “Azioni di società”, Giuffrè, Varese, 1959, pag. 967 ss.; N. GASPERONI, in *Novissimo Digesto Italiano*, voce “Azioni di società”, Utet, Torino, 1964, pag. 183 e ss.; G. SPATAZZA, in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale fondata da W. Bigiavi, Le società per azioni*, Utet, Torino, 1984, pag. 169 e ss.; C. ANGELICI, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, Dir. Commerciale, vol. IV, 1991, pag. 4 e ss.; Idem *Le azioni*, in *Il codice civile - Commentario* diretto da P. Schlesinger, Giuffrè, Milano, 1992; M. BIONE, *Le azioni in Trattato delle società per azioni* dir. da Colombo e Portale, II, I, Utet, Torino, 1991, pag. 44 e ss.; C. COSTA, *Le assemblee speciali in Trattato delle società per azioni* dir. da Colombo e Portale, III, 2, Utet, Torino, 1991, pag. 523 e ss. P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1999; O. CAGNASSO, in *Digesto delle discipline privatistiche – sez. Commerciale*, voce “Azioni di società”, Utet, Torino, 2005 (ristampa non aggiornata alla riforma del 2003), p. 130 e ss.; A. BARTALENA, *Le azioni con prestazioni accessorie*, in Banca, borsa e titoli di credito, 1998, pag. 201. Post riforma del 2003: D. U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2003, pag. 75 e ss.; F. MARTORANO, in *La riforma delle società – Commentario del d.lgs. 17/1/2003 n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 2003, commento sub art. 2348 c.c., pag. 135 e ss.; S. PESCATORE, in *La riforma del diritto societario – commento ai d.lgs. n. 5-6 del 17/1/2003* a cura di V. Buonocore, Giappichelli, Torino, 2003, pag. 36; F. DIMUNDO, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, Giuffrè, Milano, 2003, commento sub art. 2348 c.c., pag. 27 e ss.; P. GROSSO, *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in *Le Società*, 2003, fasc. 10, pag. 1308 e ss.; A. COLAVOLPE, *La nuova disciplina delle categorie di azioni*, in *Le Società*, 2003, fasc. 12, pag. 1591 e ss.; N. ABRIANI, in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004, commento sub art. 2348 c.c., pag. 261 e ss.; A. STAGNO D’ALCONTRES, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. Nicolini e A. Stagno d’Alcontres, Jovene, 2004, commento sub art. 2348 c.c., pag. 273 e ss.; F. MAGLIULO, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Ipsoa, 2004, pag. 75 e ss..

La problematica non è certo di poco conto soprattutto in riferimento all'applicazione dell'art. 2376 c.c. in base alla quale, in caso di esistenza di diverse categorie di azioni, le deliberazioni dell'assemblea generale che pregiudicano i diritti di una di esse devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria stessa¹⁶.

Ne consegue che la definizione attribuibile alle categorie non può prescindere dal necessario coordinamento tra l'art. 2348 c.c. e l'art. 2376 c.c..

Il concetto attorno al quale ruota la nozione di categoria è rappresentato dalla *specialità* ossia dalla *diversità dei diritti* (o meglio, dalla *diversità di contenuto* delle azioni) che, sulla scorta di quanto previsto dall'art. 2348 c.c., deve essere valutata sotto due diversi profili, uno relativo proprio alla disuguaglianza di tali diritti e l'altro relativo alla contrapposizione a cui la norma pare far riferimento (*diritti diversi* rispetto a cosa?).

a) Partendo da tale ultimo aspetto, secondo un primo orientamento¹⁷, la diversità de quo si porrebbe in antitesi alle azioni ordinarie, nel senso che le azioni sarebbero speciali ogniqualvolta siano caratterizzate da diritti diversi rispetto a quelli delle azioni ordinarie.

¹⁶ Senza entrare nel merito delle questioni connesse all'interpretazione di tale ultima norma e sollevate soprattutto in ordine alla portata del *pregiudizio* su cui poggia tale la disposizione di legge, si rinvia, sul punto, alle opere citate nella precedente nota. In particolare: A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*; P. GROSSO, *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, oltre a C. COSTA, *Le assemblee speciali* in Trattato delle società per azioni diretto da Colombo e Portale, Utet, Torino, 1991. Sul concetto di pregiudizio (indiretto) esaminato con particolare riferimento all'ipotizzato diritto di categoria al mantenimento od immutabilità del capitale sociale non si possono non richiamare, sul noto caso della Arnoldo Mondadori s.p.a., gli autorevoli pareri resi da R. COSTI e F. D'ALESSANDRO, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in Giur. Comm. 1990, I, 563 e ss. nonché da B. LIBONATI e P. FERRO-LUZZI, *Categorie di azioni e aumento del capitale con emissione di sole azioni ordinarie*, e G.B. PORTALE, *<Uguaglianza e contratto>: il caso dell'aumento di capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, questi ultimi in Riv. Dir. comm., 1990, I, 703 e ss.

¹⁷ In particolare G. GASPERONI, *ult. op. cit.*, pag. 183; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, Vol. 2°, Diritto delle Società, Utet, Torino, 2002, pag. 210 il quale testualmente afferma: "Sono categorie speciali di azioni quelle fornite di *diritti diversi* da quelli tipici previsti dalla disciplina legale. Le azioni speciali si contrappongono perciò alle azioni ordinarie"; così anche A. STAGNO D'ALCONTRES, *ult. op. cit.*, pag. 277 secondo cui la specialità della categoria deve "essere valutata alla stregua del contenuto ordinario delle azioni" e "le azioni ordinarie costituiscono, dunque, la categoria – base di azioni, rispetto alla quale tutte le altre categorie si pongono come speciali". Di tale opinione è sostanzialmente anche F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, Cedam, Padova, 2003, pagg. 127 e ss. e F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 32.

Secondo altra preferibile interpretazione¹⁸ detta *diversità* dovrebbe essere intesa, piuttosto, rispetto alle azioni già esistenti o create contemporaneamente all'emissione dei titoli, a prescindere dal fatto che queste ultime siano o meno azioni ordinarie. In particolare la nozione di categoria starebbe ad indicare "ogni serie di azioni, omogenee per contenuto e perciò fungibili l'un l'altra che presenti caratteristiche *difforni da quelle di altra serie o gruppo*"¹⁹.

A ben vedere, ravvisare nelle azioni ordinarie l'unico parametro di riferimento per la configurazione delle azioni speciali appare quanto meno riduttivo e la contrapposizione azioni speciali – azioni ordinarie non pare essere, in realtà, quella a cui la norma fa riferimento.

Occorre innanzitutto partire dalla definizione attribuita dalla dottrina alle azioni ordinarie, in assenza di quella che avrebbe dovuto fornire il legislatore.

Le azioni ordinarie sono state qualificate come quelle azioni dotate di tutti i diritti *normalmente* riconosciuti agli azionisti o, meglio, che "meno si distaccano dai caratteri normali attribuiti dalla legge alle azioni" e che "costituiscono la maggioranza, anche relativa, tra quelle emesse dalla società; oppure quelle che lo statuto definisce ordinarie"²⁰; ovvero come quelle azioni che "attribuiscono, fondamentalmente, il diritto ad una parte proporzionale degli utili netti e del patrimonio netto risultante dalla liquidazione (art. 2350, comma 1, c.c.) ed il diritto di voto in assemblea (art. 2351, comma 1, c.c.)"²¹.

Secondo la prima e più condivisibile interpretazione, due sono gli elementi che contraddistinguono le azioni ordinarie, l'uno di natura qualitativa e l'altro di

¹⁸ Così A. MIGNOLI, *ult. op. cit.*, pag. 435. Precisa l'A.: "La categoria infatti non è un dato a sé, assoluto: essa sorge proprio quando le azioni non conferiscono per l'atto costitutivo, o non conferiscono più, per una successiva modifica statutaria, uguali diritti ai loro possessori" ed ancora "Dalla diversità dei diritti nasce dunque la nozione di categoria: nozione quindi del tutto relativa, la quale può avere un significato solo in seno ad una sola e medesima società".

¹⁹ M. BIONE, *ult. op. cit.*, pag. 45. Dello stesso avviso A. MIGNOLI, *ult. op. cit.*, il cui pensiero è richiamato anche da F. DIMUNDO, *ult. op. cit.*, pag. 32.

²⁰ Cfr. B. VISENTINI, *ult. op. cit.*, pag. 991 il quale richiama quanto affermato da A. MIGNOLI, *La nozione di categoria e le categorie di azioni a'sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in Riv. Dir. Comm., 1953, II, pag. 445.

²¹ Così F. GALGANO, *ult. op. cit.*, pag. 128.

natura quantitativa. Entrambi non identificano dati assoluti, ma relativi²², ossia rapportati ad un determinato contesto societario.

Infatti il termine “ordinarie” non sta ad identificare un particolare complesso di diritti propri di una determinata tipologia azionaria, ma identifica azioni dotate di medesimi diritti ed aventi la maggiore diffusione nell’ambito di una data società.

Sulla base di tali considerazioni, l’indeterminabilità del primo requisito (“dotate dei medesimi diritti”) fa sì che sia il secondo (“la maggiore diffusione nell’ambito di una data società”) l’elemento principale, oggettivamente individuabile, caratterizzante le c.d. azioni ordinarie che, come è ormai ben noto, sono state a ragione annoverate, sia da una parte della dottrina²³ sia dalla giurisprudenza²⁴, come una delle categorie.

Così argomentando, ogni categoria, a prescindere dai diritti di cui è portatrice, potrebbe essere o divenire ordinaria per la sua preponderanza in seno ad un ente.

Tuttavia la presenza di azioni ordinarie potrebbe essere solo eventuale²⁵. Infatti, nella misura in cui i particolari diritti di categoria non pregiudichino il regolare funzionamento della società²⁶, non vi sarebbero problemi ostativi per ritenere che

²² Sostanzialmente dello stesso avviso è A. COLAVOLPE, *ult. op. cit.*, pag. 1596 che afferma “... in definitiva la nozione stessa di <azioni ordinarie> ha un valore del tutto relativo”. Idem M. BIONE, *ult. op. cit.*, pag. 48 ed, in particolare, nota 14 in cui osserva: “E’ opinione comune, invero, che la nozione di <azioni ordinarie> è del tutto relativa sicché, in taluni casi, l’attribuzione di tale denominazione all’una piuttosto che ad altra categoria di azioni è mera questione di prospettiva (B. VISENTINI, *Azioni di società*, cit., 991)”.

²³ Tra gli altri, B. VISENTINI, *ult. op. cit.*, pag. 991 che richiama A. MIGNOLI, *ult. op. cit.*, pag. 445; M. BIONE, *ult. op. cit.*, pag. 48 e, più recentemente, M. NOTARI, in *Diritto delle società – Manuale breve*, A.A.V.V., Giuffrè, 2005, pag. 139.

²⁴ V., in particolare, Cass. civ. 20/4/1961 n. 883 in Foro It. 1961, I, 1711, richiamata da molti degli autori citati. Fra gli altri G. SPATAZZA, *ult. op. cit.*, a pag. 172 - paragrafo intitolato “Se le azioni ordinarie, contrapposte alle azioni privilegiate, costituiscono una categoria. Azioni postergate e speciali”; M. BIONE, *ult. op. cit.*, pag. 48 in nota 13.

²⁵ Di tale avviso pare essere, sostanzialmente, anche M. LAMANDINI, *op. cit.*, pag. 526. Facendo leva sulle possibili multiformi configurazioni delle azioni, osserva A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in Riv. Soc., 2003, pag. 1292, che non è “enucleabile un’azione da chiamare <<ordinaria>>, nel senso cioè da porsi come modello per così dire <<base>>, di fronte ad altri modelli da ritenersi invece più o meno derogatori”. Inoltre aggiunge l’A. che “nel contesto normativo più volte segnalato, una siffatta operazione concettuale rischierebbe ormai di rilevarsi fuorviante”. Contra C. ANGELICI, *ult. op. cit.*, pag. 67; A. STAGNO D’ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 277, nota 11, il quale ritiene invece che “una categoria di azioni definibili ordinarie deve sempre esistere”. Idem C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Giuffrè, 2004, pag. XII (Introduzione).

²⁶ Da considerarsi, questo, un limite generale all’emissione di categorie di azioni.

il capitale sociale possa essere equamente diviso in due o più categorie di azioni²⁷ e, quindi, senza quella prevalenza che costituisce l'elemento caratterizzante della categoria ordinaria.

Inoltre, sotto altro aspetto, occorre rilevare che le categorie, contrariamente a quanto si potrebbe ritenere, non sono una *species* delle azioni ordinarie, ma sono un *genus* all'interno del quale sono da ricomprendersi anche le azioni ordinarie.

Del resto l'art. 2348 c.c. non si pone di certo quale norma derogatoria delle azioni ordinarie né si può ad esso attribuire carattere speciale per il fatto che prevede la deroga generale che legittima l'emissione di azioni speciali. Al contrario l'art. 2348 c.c. ha portata generale come confermano anche i principi ivi previsti applicabili a tutte le fattispecie azionarie²⁸.

Da tali argomentazioni si evince quindi che le azioni per essere speciali devono avere diritti diversi rispetto non tanto – e solo – a quelli delle azioni ordinarie quanto, più genericamente, a quelli delle azioni già esistenti o emesse contemporaneamente.

In altri termini è la contestuale esistenza di azioni con diritti differenti che comporta la formazione delle categorie a prescindere dal fatto che esse, od una parte di esse, siano o meno da considerarsi "ordinarie".

A ciò si aggiunga che se si considerassero le azioni ordinarie quale unico termine di raffronto, la loro ipotetica mancanza - di cui si è fatto cenno in precedenza -, farebbe venire meno il criterio stesso per la determinazione delle categorie.

b) Venendo ai particolari diritti e contenuti di cui possono essere dotati gli strumenti azionari, non ogni difforme peculiarità sarebbe idonea a configurare una categoria.

²⁷ Si pensi, ad esempio, ad un capitale di € 120.000,00 composto per una metà da azioni privilegiate nella distribuzione degli utili e, per l'altra metà, da azioni con diritto di voto limitato nelle sole assemblee straordinarie.

²⁸ In primis il principio di uguaglianza azionaria che deve essere inteso come uguaglianza *relativa ed oggettiva* - e non assoluta e soggettiva - (cfr. G.F. CAMPOBASSO, *ult. op. cit.*, pag. 204). L'identità dei diritti va commisurata in seno ad una determinata categoria azionaria e ciò trova conferma nel terzo comma dell'art. 2348 c.c., introdotto dalla recente riforma del 2003, in base al quale "tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti".

Secondo una nota elaborazione dottrinale²⁹ vi sono caratteristiche che configurano i *tipi* di azioni e caratteristiche che configurano invece le *categorie* di azioni e, chiaramente, solo per queste ultime troverebbe applicazione la disciplina di cui agli artt. 2348 e 2376 c.c..

Le peculiarità proprie dei *tipi* riguarderebbero le caratteristiche esteriori o estrinseche delle azioni quali, sotto l'aspetto formale, le differenti modalità della loro liberazione (azioni liberate in denaro od in natura, azioni interamente o parzialmente liberate) od, ancora, sotto l'aspetto dinamico, le differenze attinenti le diverse regole di circolazione (azioni nominative, all'ordine od al portatore) ovvero le particolari limitazioni al loro libero trasferimento (azioni sottoposte a prelazione o a gradimento).

Alla luce della riforma del 2003, ulteriormente annoverabili tra le caratteristiche esteriori, sotto l'aspetto formale, sono quelle inerenti le "diverse tecniche di legittimazione e circolazione", le azioni con o senza indicazione del valore nominale e le azioni per le quali lo statuto abbia o meno previsto la loro materiale emissione³⁰, ipotesi, queste, tutte contemplate dal novellato art. 2346 c.c.. Configurerebbero pure tipi di azioni, ma sotto l'aspetto dinamico, quelle sottoposte al mero gradimento e ad intrasferibilità ai sensi del neo art. 2355 bis c.c..

Quindi le peculiarità idonee a configurare una categoria rilevarebbero solo sul piano dei diritti incorporati all'azione da un punto di vista più prettamente sostanziale, piuttosto che da un punto di vista formale e/o dinamico. Tanto per intendersi potrebbero concernere unicamente un'alterazione dei diritti con particolare riferimento a quelli di natura patrimoniale e/o amministrativa.

Tuttavia se la distinzione tra tipi e categorie di azioni valesse ad escludere *tout court*, per i primi, l'applicazione degli artt. 2348 e 2376 c.c., inevitabilmente si

²⁹La distinzione la si deve ad A. MIGNOLI, *ult. op. cit.*, pag. 436 il quale si rifà ad un'elaborazione dottrinale tedesca. Detta distinzione è richiamata da quasi tutti gli Autori: M. BIONE, *ult. op. cit.*, pag. 48, O. CAGNASSO, *ult. op. cit.*, pag.130, G. SPATAZZA, *ult. op. cit.*, a pag. 169 – 170, F. MAGLIULO, *ult. op. cit.*, pag. 76.

³⁰ Si osservi che entrambe le alternative presuppongono – la seconda per espressa previsione di legge – un'uniformità nel senso che non è ammissibile né la coesistenza di azioni in parte materialmente emesse ed in parte non, né la compresenza di azioni con e senza valore nominale.

potrebbero creare situazioni pregiudizievoli nei confronti di alcuni azionisti che si troverebbero privati della tutela accordata dall'art. 2376 c.c..

Senonché l'operatività di tale tutela, stando non solo al tenore letterale ma soprattutto alla ratio delle norme, non pare di certo condizionata al discrimen dottrinale.

Anzi, quanto al primo aspetto, va evidenziato come il nuovo art. 2348 c.c., nel riconoscere all'autonomia statutaria la possibilità di creare categorie di azioni fornite di diritti diversi, dispone che "in tal caso la società, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il *contenuto delle azioni* delle varie categorie".

Il legislatore della riforma ha quindi utilizzato un termine – "*contenuto*"- assolutamente generico che legittima il convincimento che le azioni speciali non debbano essere contraddistinte, per forza ed unicamente, da una diversità di diritti più propriamente intesi³¹.

A sostegno di tale interpretazione milita anche la formulazione - originaria e non modificata dalla riforma - dell'art. 2349 c.c. che, nel riconoscere la facoltà di emettere azioni gratuite a beneficio dei dipendenti della società, dispone che esse costituiscono categorie speciali di azioni con particolarità afferenti *la forma, il modo di trasferimento ed i diritti spettanti agli azionisti*. Non sarebbero, quindi, solo questi ultimi a rendere le azioni *speciali*³².

³¹ Infatti osserva, a ragione, A. STAGNO D'ALCONTRES, *ult. op. cit.*, pag. 280 che la nuova formulazione sottolinea come "la diversità possa riguardare il complesso delle situazioni giuridiche connesse alla titolarità dell'azione". Pare di contrario avviso N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 265 il quale afferma: "Sotto il profilo terminologico, la disposizione legittima la società a determinare liberamente il <*contenuto delle azioni delle varie categorie*>, mentre parrebbe concettualmente più appropriato il riferimento ai <diritti> incorporati nelle categorie azionarie che gli statuti sono ora legittimati ad istituire". Il medesimo rilievo era stato formulato precedentemente anche da V. CARIELLO e M.S. SPOLIDORO, *Parere sub art. 2348 in Parere dei componenti del Collegio dei Docenti del Dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale, Università Cattolica di Milano*, in Riv. Soc., 2002, 1453.

³² Anche la giurisprudenza, in una delle rare decisioni in materia di azioni speciali e più specificamente in materia di azioni dei dipendenti, pare propendere per una visione più allargata delle caratteristiche idonee a configurare una categoria, contemplandovi, seppur implicitamente, anche le peculiarità concernenti la circolazione dei titoli. Il riferimento è alla sentenza emessa in data 23/4/1990 dal Tribunale di Milano la cui massima recita: "Qualora le azioni offerte ai dipendenti mediante un aumento di capitale con rinuncia dei soci al diritto di opzione *non siano nemmeno sottoposte ad un particolare regime di circolazione*, esse non costituiscono una categoria speciale di azioni".

Allora per stabilire se una data caratteristica sia idonea a configurare una categoria, sarebbe forse più opportuno valutare se essa sia di per sé suscettibile di potere essere pregiudicata da una deliberazione dell'assemblea generale e ciò a prescindere che la caratteristica azionaria sia o meno estrinseca.

D'altro canto detta valutazione dovrà accertare una reale situazione di pregiudizio per scongiurare un ricorso indiscriminato a tale forma di tutela, anche in considerazione dei dispendiosi effetti che essa comporta.

Ciò detto, non v'è dubbio che per le peculiarità che contraddistinguono, sotto l'aspetto formale, i *tipi* di azioni, sia più difficile immaginare decisioni assembleari pregiudizievoli o comunque tali da giustificare l'applicazione del combinato disposto di cui agli artt. 2348 e 2376 c.c.³³.

Al contrario, altre caratteristiche delle azioni, in particolare tra quelle c.d. dinamiche, sono suscettibili di essere compromesse da una decisione assembleare³⁴.

Si pensi ad esempio ad una deliberazione assembleare che proroghi il limite temporale della limitazione al trasferimento a cui potrebbero essere assoggettate solo alcune azioni.

Non pare dubbio che esse possano costituire una categoria dal momento che in questo caso, come in altri che si possono verificare nella pratica, la validità e/o efficacia della delibera "meriti" il preventivo placet di coloro che la subiscono.

³³ Pare invece ammettere, tra le azioni speciali, anche quelle caratterizzate da peculiarità di natura formale: P. GROSSO, *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in *Le Società*, 2003, fasc. 10, pag. 1309 la quale afferma: "Le azioni emesse con diritti diversi potrebbero anche avere caratteristiche speciali quanto alla forma qualora lo statuto, ai sensi dell'art. 2346, primo e terzo comma, ne prevedesse la dematerializzazione o l'assenza di valore nominale; inoltre ex art. 2355 bis c.c., la loro circolazione, se nominative e se i titoli non fossero stati emessi, potrebbe essere vietata per un periodo non superiore a cinque anni o sottoposta a condizioni quali l'esercizio di una prelazione o l'autorizzazione del consiglio di amministrazione e dell'assemblea dei soci".

³⁴ Cfr. B. VISENTINI, *ult. op. cit.*, nota n. (35) pag. 990, il quale, in senso difforme a A. MIGNOLI, ritiene che le differenti regole di circolazione od i limiti di trasferibilità a cui le azioni possono essere sottoposte siano idonee a configurare categorie di azioni dal momento che tali elementi, contrariamente a quanto sostenuto, atterrebbero non ad una caratteristica estrinseca dell'azione bensì alla sua disciplina giuridica ed al complesso dei diritti, poteri e facoltà proprie della partecipazione. Contra C. ANGELICI, *ult. op. cit.*, pag. 64. Sul punto v. anche F. MAGLIULO, *ult. op. cit.*, pag. 76 con ulteriori riferimenti dottrinali in nota (4).

Ecco, allora, che la configurazione di una categoria, ai fini dell'applicazione degli artt. 2348 e 2376 c.c., deve per forza presupporre una valutazione reale ed effettiva del pregiudizio che una determinata decisione assembleare possa arrecare, a prescindere dalla caratteristica di categoria.

Senza contare che una visione più a largo spettro, rispetto al passato, delle azioni speciali trova ampia conferma anche nell'estensione del principio di atipicità di cui si dirà in seguito.

c) Seppur nella pratica difficilmente si sono visti casi di categorie rappresentate da una singola azione³⁵ (tant'è che non si riscontrano precedenti giurisprudenziali), si è posta la questione di stabilire se per la configurazione di una categoria sia necessaria una pluralità di azioni (e quindi con un numero maggiore o uguale a n. 2 azioni) o se, al contrario, anche una sola azione speciale possa integrare la fattispecie. La dottrina è divisa³⁶.

A sostegno del proprio convincimento, la dottrina, peraltro maggioritaria, che propende per la necessità di una pluralità di azioni ha rilevato che³⁷: 1) è proprio l'espressione "categoria" che presupporrebbe una pluralità di titoli³⁸; 2) un'unica azione speciale sarebbe incompatibile tipologicamente con la struttura della spa³⁹; 3) il principio di uguaglianza delle azioni implicherebbe una loro pluralità

³⁵ L'ipotesi potrebbe essere un caso di scuola suscettibile, tuttavia, di verificarsi nella pratica qualora il capitale sociale sia suddiviso in un numero esiguo di azioni aventi un elevato valore nominale.

³⁶ Sostengono la necessità di una pluralità di azioni: L. MOSSA, *ult. op. cit.*, pag. 317; B. VISENTINI, *ult. op. cit.*, pag. 990; C. ANGELICI, *ult. op. cit.*, pag. 66 il quale aderisce a quanto affermato da P. SPADA, *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in Riv. dir. civ., 1985, I, 108 e ss.; STAGNO D'ALCONTRES, *ult. op. cit.*, pag. 276 in nota 9, in cui vi sono altri riferimenti dottrinali; F. MAGLIULO, *ult. op. cit.*, pag. 76. Di avviso contrario, in primis, A. MIGNOLI, *ult. op. cit.*, pag. 439, in nota (20) il quale richiama, a sostegno di quanto affermato, la dottrina tedesca; C. COSTA, *ult. op. cit.*, pag. 523, nota 83; A. BARTALENA, *op. cit.*, pag. 201; più recentemente ASSOCIAZIONE PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri, G. Presti, F. Vella, Bologna, Il Mulino, 2003, pagg. 65-66.

³⁷ Cfr. P. GROSSO, *cit. Categorie di azioni e assemblee generali* (monografia), pag. 40.

³⁸ Così B. VISENTINI, *ult. op. cit.*, pag. 990 secondo cui: "Le diversità non possono riguardare singole azioni, bensì una pluralità di azioni. La stessa espressione < categorie di azioni > dà tale indicazione la quale trova la sua ragione nel carattere della società per azioni. Tuttavia può essere difficile giudicare, in concreto, quale numero occorra per esprimere una < categoria >, e si tratterà di volta in volta di considerare se ciò si verifica o meno, anche in relazione all'entità del capitale sociale ed al numero delle azioni".

³⁹ Così P. SPADA, *op. cit.*.

dal momento che non potrebbe dirsi che un'azione possa essere uguale a sé stessa⁴⁰.

Quanto alla prima di tali considerazioni, essa si fonda indubbiamente su di una interpretazione letterale e rigorosa del termine "categoria" e ciò, con ogni probabilità, cozza con la ratio legis del combinato disposto di cui agli artt. 2348 e 2376 c.c..

Infatti se tali norme sono state introdotte dal legislatore con l'evidente scopo di tutelare i diritti particolari dei titolari di azioni speciali, non si può certo pensare che detta tutela scatti solo ed esclusivamente nella misura in cui vi siano almeno due azioni dal momento che ciò comporterebbe un'illegittima discriminazione del singolo azionista speciale.

Se è vero che, in generale, nel linguaggio comune, con categoria si intende un complesso di soggetti raggruppati in base a caratteristiche comuni, può sostenersi, alla luce dell'evidente ratio legis, che tale termine sia stato utilizzato dal legislatore non nella sua accezione "quantitativa" bensì in quella "qualitativa"⁴¹ e, quindi, non tanto per richiedere, ai fini della configurazione della fattispecie, una pluralità di azioni⁴², quanto per mettere in risalto la diversificazione e/o categorizzazione dei particolari diritti (unica e vera peculiarità delle categorie azionarie), su cui si fonda la disciplina di cui agli artt. 2348 e 2376 c.c.. ed in base alla quale si viene a creare la separazione tipologica azionaria.

Sulla base di tale interpretazione la nozione di categoria non può che prescindere dal numero delle azioni, elemento, questo, da considerarsi del tutto ininfluenza.

⁴⁰ Così M. BIONE, *ult. op. cit.*, pag. 45.

⁴¹ Del medesimo avviso: A. BARTALENA, *ult. op. cit.*, pag. 202 il quale afferma: "In realtà la differenziazione fra le categorie di azioni deve essere impostata in termini *qualitativi*, cioè in ordine alla diversità di trattamento riservato ai vari titoli: trattamento che potrà essere *peggiore* rispetto a quello delle azioni convenzionalmente assunte e qualificate come *ordinarie*, ovvero *deteriore*".

⁴² Osserva giustamente C. COSTA, *ult. op. cit.*: "...E in effetti le categorie di azioni appaiono caratterizzate dalla diversità dei diritti, non certo dal numero delle azioni (e quale sarebbe, e perché, il presunto numero minimo: due? tre?)".

Quanto esposto non può essere confutato anche dalle altre due autorevoli interpretazioni⁴³ che, in merito all'ammissibilità dell'unica azione speciale, sostengono, l'una, la pretesa incompatibilità con la struttura della società⁴⁴ e, l'altra, una presunta contraddittorietà e/o violazione del principio di uguaglianza.

Secondo la prima interpretazione, posta la serialità delle azioni speciali, l'incompatibilità deriverebbe dalla perdita, da parte dell'azione, della "funzione di unità di misura della partecipazione o almeno di una partecipazione dotata di un contenuto dato".

Tuttavia se, come si è visto, la serialità può essere intesa non come necessaria presenza di una pluralità di azioni per ogni categoria e, quindi, nella sua accezione più qualitativa che quantitativa, lo strumento azionario di certo non perde la sua funzione di unità di misura della partecipazione.

D'altronde è indubbio che ogni azione sia dotata di autonomia propria e che non necessiti, per la sua stessa sussistenza ontologica, della compresenza di altre azioni e pertanto un'unica azione di categoria conserva, integra, la sua funzione di unità di misura.

Viceversa la pluralità di azioni, se non è un presupposto per la configurazione di una categoria, è invece un elemento intrinseco ed ineluttabile della struttura della s.p.a., come si evince chiaramente dall'esame dell'intera disciplina, anche se nulla dica espressamente la legge⁴⁵.

Per quanto concerne la presunta contraddittorietà e/o violazione del principio di uguaglianza non pare che dalla sua interpretazione si possa dedurre che la legge abbia richiesto, anche pur implicitamente, la presenza di almeno due azioni per formare una categoria.

In altre parole non è richiesto che un'azione si debba forzatamente rispecchiare in una sua consimile. Il principio opera solo *qualora* vi siano azioni caratterizzate

⁴³ v. precedenti note nn. 39-40.

⁴⁴ P. SPADA, *ult. op. cit.*, pag. 113

⁴⁵ Anche P. SPADA *ult. op. cit.*, pag. 113, nota n. 35, rileva che "un minimo di fungibilità della partecipazione sembra insopprimibile se si vuol rispettare il collegamento storico e sistematico tra società per azioni e mercato secondario delle partecipazioni azionarie".

dai medesimi diritti, ma ciò non vale chiaramente ad imporre la presenza di una pluralità di azioni.

In conclusione le categorie speciali possono definirsi come quelle azioni, singole o molteplici, dotate di diritti eterogenei *lato sensu*, ma omogenei per ciascuna categoria, diversi da quelli delle altre azioni presenti e suscettibili di subire un pregiudizio, concreto e rilevante, per effetto di deliberazioni dell'assemblea generale.

3) Dall'atipicità ristretta del codice del 1942 all'atipicità estesa prevista dal D.lgs. n. 6/2003

Era già considerazione unanime da parte dei commentatori dell'art. 2348 c.c., prima della sua recente riforma, che le categorie, stante la riconosciuta facoltà dei soci di creare azioni fornite di diritti diversi, non costituissero un *numerus clausus*⁴⁶, bensì una fattispecie aperta e flessibile, a contenuto variabile, soggetta "solo" ai - non specificati - limiti previsti dalla legge.

Dal che, nonostante la previsione di alcune azioni speciali tipiche, si prospettò in materia di categorie azionarie, il *principio di atipicità*.

Prima della recente riforma, tale principio veniva affermato con qualche riserva dal momento che l'ampio raggio di azione che sembrava essere stato attribuito all'autonomia sociale, in realtà, alla luce di una sua più attenta e concreta disamina, risultava essere alquanto limitato per la presenza di regole e costrizioni che ostacolavano, di fatto, la creazione di categorie atipiche⁴⁷ le quali, spesso, finivano col risultare delle mere sottocategorie di quelle tipiche o nominate⁴⁸.

⁴⁶ Cfr. A. PAVONE LA ROSA, *Titoli <atipici> e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Rivista delle Società*, 1982, pag. 728; nelle opere già citate: M. BIONE, pag. 49; C. COSTA, pag. 526; P. GROSSO, pag. 104. e, dopo la riforma, F. DIMUNDO, pag. 33; N. ABRILANI, pag. 266.

⁴⁷ Di tale avviso pare essere, sostanzialmente, M. BIONE, *ult. op. cit.*, pag. 49 il quale afferma: "Almeno in linea teorica, occorre infatti convenire che la previsione e la disciplina, nel codice e nelle leggi successive, di alcuni modelli di azioni speciali (azioni privilegiate, azioni a voto limitato, azioni a favore dei prestatori di lavoro, azioni di godimento, azioni di risparmio) non può essere assunto ad indice di un principio di tipicità ..." e prosegue "Rimane, nondimeno, il problema di accertare in concreto l'effettivo spazio di estrinsecazione dell'autonomia statutaria ovvero, e in altri termini, il problema <dei modi e dei limiti in cui il contratto di società per azioni può conformare il contenuto delle singole situazioni

Se dunque prima della riforma l'atipicità era limitata o ristretta, con la riforma del 2003 il principio di atipicità – chiara espressione dell'autonomia statutaria - ha trovato invece una piena consacrazione ed estensione⁴⁹, come risulta sia dalle modifiche apportate alla disciplina azionaria sia dai principi che hanno animato la recente novella.

Quanto alle modifiche, innanzitutto, non si può certo credere che l'avverbio "liberamente" sia stato inserito a caso nell'art. 2348 c.c.. E' evidente che con esso si è voluto sottolineare come "lo spazio di articolazione delle speciali categorie di azioni risulta ulteriormente ampliato"⁵⁰.

In secondo luogo, le maglie si sono allargate anche per effetto di altre novità quali l'espressa ammissibilità delle azioni postergate nelle perdite, il tramonto del principio di necessario bilanciamento tra diritti patrimoniali ed amministrativi ritenuto vigente sulla scorta dell'interpretazione del vecchio art. 2351 c.c. ed, ancora, il superamento del principio un'azione un voto.

Potrebbero inoltre assumere rilevanza anche le novità introdotte sulle azioni in generale, quali la facoltà di non emettere materialmente i titoli azionari, la possibilità di emettere azioni prive del valore nominale – o meglio con valore nominale inespresso -, la derogabilità del principio di proporzionalità tra

giuridiche per le quali si caratterizza la posizione dell'azionista>". Parla di una "nutrita serie di limiti "per lo più impliciti e strutturali" F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 35, il quale richiama quanto osservato da D. GALLETTI, *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società "quotate"*, in Banca, borsa e tit., 1999, pag. 620 nonché in *Disciplina delle società con azioni quotate - Commentario a cura di A. Maffei Alberti*, in Le Nuove Leggi civili commentate, Cedam, 2001, Commento sub art. 145 Tuf.. Afferma L'A.: "E' opinione comune la vigenza del principio di autonomia privata nella creazione dei titoli azionari, conclusione fondata sull'art. 2348, comma 2°, c.c.: l'apparente liberalità di quest'asserzione appare peraltro contraddetta dall'apposizione di una congeria di limiti vari, per lo più *impliciti e strutturali*, tali da vanificare la libertà concessa, quando non si arriva addirittura a vedere nell'art. 2348 una semplice facoltà di assemblare in modo differenti diritti già noti all'ordinamento societario, o addirittura a vedervi una funzione meramente < ricpilogativa > di categoria già esistenti".

⁴⁸ Come è stato anche osservato da F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 34.

⁴⁹ Lo affermano nelle rispettive opere citate: D. U. SANTOSUOSSO, pag. 76; F. GALGANO, pag. 128, il quale ritiene che tale principio sia stato proprio introdotto dalla riforma; F. MARTORANO, pag. 137; F. DIMUNDO, pag. 42; A. COLAVOLPE, pag. 1593; N. ABBRIANI, pag. 262 il quale parla della definitiva "consacrazione normativa del principio di atipicità"; A. STAGNO D'ALCONTRES, pag. 277 e ss.. Ed ancora: M. NOTARI, *Le società e il nuovo diritto al termine del periodo transitorio*, in Le Società, 2005, fasc. 1, pag. 8; Idem, in *Diritto delle società - Manuale breve*, A.A.V.V., Giuffrè, 2005, pag. 140; C. RABITTI BEDOGNI, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in Dir. Banc. Merc. Fin., 2004, I, pag. 194, la quale parla di atipicità sostanziale.

⁵⁰ Così A. STAGNO D'ALCONTRES, *ult. op. cit.*, pag. 280.

conferimento ed assegnazione di azioni, ipotesi tutte previste dal novellato art. 2346 c.c. e che depongono, in ogni caso, a favore di una affermata libertà di forma e contenuto delle azioni e quindi di una loro conclamata atipicità.

Questa la si evince pure dallo spirito che ha animato la riforma ed in particolare da alcuni dei principi dettati dalla L. 3/10/2001 n. 366 con cui è stata conferita delega al Governo per la riforma del diritto societario.

In base ad essi, per quanto qui interessa, la novella del 2003 è stata concepita: 1) con “l’obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali” (art. 2, p.to a); 2) per “ampliare gli ambiti dell’autonomia statutaria, tenendo conto delle esigenze di tutela dei diversi interessi coinvolti” (art. 2, p.to d); 3) per “prevedere, al fine di agevolare il ricorso al mercato dei capitali e salve in ogni caso le riserve di attività previste dalle leggi vigenti, la possibilità, i limiti e le condizioni di emissione di strumenti finanziari non partecipativi e partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi”.

Il nuovo impianto normativo è stato approntato al fine di favorire lo sviluppo e la competitività delle imprese e l’autonomia statutaria (o *deregulation*) - in forza della quale viene consentito ai soci di “personalizzare” l’impresa, ossia di organizzarla secondo le proprie esigenze - costituisce indubbiamente lo strumento principale individuato dal legislatore per perseguire lo scopo prefissato.

L’atipicità delle categorie, che rappresenta uno dei tanti casi di estrinsecazione dell’autonomia statutaria previsti dalla riforma, risponde “all’esigenza d’incentivare la sottoscrizione di azioni e la raccolta di mezzi finanziari da parte della società, adattando le caratteristiche dei titoli alle esigenze dei potenziali investitori”⁵¹.

⁵¹ Così ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, pag. 66. Anche F. GALGANO, *ult. op. cit.*, pag. 128 sottolinea l’importanza della funzione che il principio di atipicità assume nell’ottica del finanziamento societario. Osserva l’A.: “L’introduzione del principio di atipicità è frutto della mutata filosofia economica che ha ispirato il legislatore, tesa al riconoscimento di una più estesa autonomia statutaria ed alla massima valorizzazione del mercato. Non spetta al legislatore decidere, secondo i postulati della più antica e dirigistica visione del diritto regolatore dell’economia, che cosa sia utile e che cosa non sia utile

Il finanziamento societario è il caposaldo della crescita imprenditoriale ed è per tale motivo che il legislatore della riforma, sensibile anche alle esperienze straniere, ha diversificato varie forme di sovvenzione all'impresa introducendo, accanto alle azioni speciali ed al prestito obbligazionario, anche gli strumenti finanziari ex art. 2346, ult. comma, c.c. ed i patrimoni destinati ad uno specifico affare ex art. 2447 bis c.c.⁵².

Sono quindi anche il contesto⁵³ ed i principi ispiratori della riforma ad avvalorare l'atipicità delle categorie e ciò dovrà essere tenuto in debita considerazione nella valutazione dell'ammissibilità e/o legittimità delle azioni speciali che si verranno a creare.

In questo quadro di completa apparente *deregulation*⁵⁴, il problema di maggiore rilevanza – su cui si concentrerà in seguito l'attenzione – è quello di individuare i contorni entro cui l'autonomia statutaria potrà spaziare, posto che il legislatore della novella, nel formulare il generico richiamo ai "limiti imposti dalla legge", non ha fornito alcun contributo per la loro individuazione lasciandone, quasi integralmente, il compito agli interpreti.

per le imprese, che cosa sia vantaggioso o che cosa non sia vantaggioso per gli investitori. La decisione è rimessa alle imprese, che faranno le loro libere valutazioni al riguardo, e l'ultima parola spetta al mercato, che renderà palese se determinate categorie di azioni incontrino o non incontrino il gradimento degli investitori".

⁵² Per i primi commenti sulle nuove forme di finanziamento della società: A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in Giur. Comm., 2002, fasc. n. 6, pag. 641; E. BELLEZZA, *Nuove opportunità per il finanziamento delle imprese*, in Dir. e Prat. delle Società, 2003, fasc. n. 3, pag. 30; M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, Testo dell'intervento al Convegno di studi sul tema "Verso il nuovo diritto societario. Dubbi ed attese", Firenze, il 16/9/2002, pubblicato in Banca, Borsa, 2003; G. FERRARINI, *Finanza e governo d'impresa nella riforma del diritto azionario*, Relazione 4/7/2003 per il Ce.di.f. - Centro di Diritto e Finanza.

⁵³ Assai rilevante è anche quanto dispone la Relazione al D.lgs. n. 6/2003 al § 4 "Della disciplina delle azioni": "Al di là poi di una serie di modifiche di carattere tecnico, essenzialmente intese a risolvere dubbi interpretativi manifestatisi nella prassi (...omissis) si è affermato espressamente nel secondo comma dell'art. 2351 (ma è evidente il lapsus calami dal momento che la norma di riferimento è l'art. 2348 c.c.) la libertà dell'autonomia statutaria nel determinare e articolare il contenuto dei diritti conferiti dalle categorie di azioni. Viene in tal modo perseguito l'obiettivo di ampliare gli strumenti disponibili alle società per attingere a fonti di finanziamento e viene dato ampio spazio alla creatività degli operatori nell'elaborazione di forme adeguate alla situazione di mercato. Su questo piano, rimanendo naturalmente salva la possibilità di elaborare nuove forme di categorie di azioni rispetto a quelle già conosciute nella pratica

⁵⁴ Osserva N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 266: "La riforma sul punto sembrerebbe dunque fare ricorso alla tecnica normativa della <legge quadro>, arretrando il ruolo del legislatore alla mera predisposizione della cornice normativa entro la quale l'autonomia dei redattori delle regole statutarie potrà liberamente spaziare nel tracciare il disegno della struttura finanziaria dell'ente".

Il rischio è che si possa assistere ad un processo di snaturamento dell'azione e tale timore pare sia stato avvertito anche dal legislatore che, nella legge delega, ha tenuto comunque a sottolineare la rilevanza centrale dell'azione⁵⁵.

E' comprensibile quindi come la determinazione dei limiti rivesta notevole importanza sotto un duplice profilo, nella sua funzione di contrappeso al principio di atipicità nonché per salvaguardare lo strumento azionario.

4) La specialità come criterio di classificazione delle categorie tra modelli tipici e principio di atipicità

Se il principio di atipicità costituisce dunque il perno attorno al quale ruota la disciplina delle categorie azionarie, diverse sono tuttavia le azioni speciali previste dall'ordinamento.

Da ciò deriva la primaria contrapposizione tra *azioni speciali tipiche o nominate* ed *azioni speciali atipiche*. Entrambe, in generale, possono essere raggruppate sulla scorta dei particolari tratti distintivi che le caratterizzano e che, con una parola sola, ne individuano la *specialità*.

Volendo prospettare una loro generale classificazione, rimanendo comunque impregiudicate le specifiche argomentazioni formulate in ordine alle questioni di configurabilità sollevate per alcune di esse⁵⁶, le azioni speciali possono essere ordinate sulla base delle peculiarità che le accomunano.

Ecco allora che è possibile discernere, per quanto riguarda quelle tipiche:

a) le azioni con specialità soggettiva che incidono cioè sui diritti prettamente azionari, ossia sui diritti patrimoniali e/o amministrativi.

⁵⁵ Recita infatti l'art. 4 della L. 366/01: "La disciplina della società per azioni è modellata sui principi della rilevanza centrale dell'azione (sottolineatura aggiunta), della circolazione della partecipazione sociale e della possibilità al ricorso al mercato del capitale di rischio. Essa, garantendo comunque un equilibrio nella tutela degli interessi dei soci, dei creditori, degli investitori, dei risparmiatori e dei terzi, prevederà un modello di base unitario e le ipotesi nelle quali le società saranno soggette a regole caratterizzate da un maggiore grado di imperatività in considerazione del ricorso al mercato del capitale di rischio".

⁵⁶ Posto che secondo l'interpretazione maggioritaria la configurazione di categoria, ai fini dell'applicazione dell'art. 2376 c.c., presupporrebbe sempre ed esclusivamente un'alterazione dei diritti patrimoniali e/o amministrativi propri dello *status* di socio.

Sono, per quanto concerne i diritti patrimoniali, le azioni postergate ex art. 2348 c.c., le azioni privilegiate ex art. 2350, comma 1, c.c. e le azioni correlate ex art. 2350, comma 2, c.c..

Per quanto concerne invece i diritti amministrativi, sono state previste azioni tipiche solo con incidenza sul diritto di voto ex art. 2351 c.c. nel cui ambito vanno annoverate:

- le azioni del tutto prive di tale diritto che ricomprendono, per *eadem ratio*, anche le azioni di risparmio ex artt. 145 e ss. Tuf.;
- le azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti;
- le azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative e, sempre per *eadem ratio*, le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opera ex art. 104 Tuf.;
- le azioni con voto a scalare.

b) le azioni con specialità oggettiva caratterizzate cioè dalle particolari ragioni che ne hanno provocato l'emissione. E' il caso delle azioni a favore dei prestatori di lavoro ex art. 2349 c.c. e delle azioni riscattabili previste dall'art. 2437 sexies c.c.

c) le azioni con specialità mista, che coniugano cioè entrambi i predetti caratteri distintivi e sono rappresentate dalle azioni di godimento ex art. 2353 c.c..

Discorso a parte meritano le azioni con prestazioni accessorie previste dall'art. 2345 c.c. per le quali si è dubitato della stessa configurazione di categoria⁵⁷.

In realtà sebbene tali categorie rappresentino modelli tipici è pur sempre rimessa, in molti casi, all'autonomia statutaria, la determinazione del loro particolare contenuto dal momento che ogni fattispecie si presenta poliedrica, potendo essere diversamente connotata e modulata a seconda delle scelte operate dai soci.

Tali azioni sono quindi dotate di una *tipicità imperfetta e non rigida* ovvero, utilizzando un autorevole espressione, possono essere definite come titoli "*tipici a contenuto atipico*"⁵⁸.

⁵⁷ Si rimanda allo specifico commento di cui al cap. II, par. 10.

Per quanto concerne, invece, le categorie azionarie atipiche, la loro scarsa e pressoché inesistente elaborazione non consente, allo stato, di individuarne i contenuti di cui, pur senza pretesa di esaustività, ci si occuperà nel successivo terzo capitolo.

⁵⁸ L'espressione è di G.B. PORTALE ed è richiamata da M. LAMANDINI, *op. cit.*, pag. 520.

CAPITOLO II°

Azioni speciali tipiche o nominate

Sommario: 1) Azioni postergate e le problematiche connesse agli effetti della postergazione. 2) Le altre fattispecie di azioni privilegiate. 3) Azioni correlate o di settore. a) La funzione economica del capitale di rischio diversificato alla luce delle esigenze della new economy; b) L'inciso in riferimento ai patrimoni destinati ad uno specifico affare; c) Il concetto, giuridicamente spurio, di settore; d) La separata rendicontazione contabile di settore; e) I diritti di categoria ed, in particolare, il diritto agli utili doppiamente subordinato. La figura dell'amministratore responsabile di settore; f) I possibili effetti della mancanza di un limite quantitativo; g) Il rischio del conflitto di interessi. 4) La specialità delle azioni nel diritto di voto. a) Le azioni prive del diritto di voto; b) L'impatto della riforma sulla disciplina delle azioni di risparmio 5) (...segue) Le altre nuove forme di limitazione del voto a) Le azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti b) Le azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative; c) La particolare fattispecie di cui all'art. 104 Tuf. 6) (...segue) Le nuove ulteriori varianti del diritto di voto previste per le società chiuse dal terzo comma dell'art. 2351 c.c.: le azioni con voto massimo, le azioni con voto a scalare ed il problema del voto capitaro 7) Azioni a favore dei prestatori di lavoro a) Premessa: le fonti del favor legislativo nei confronti della partecipazione dei dipendenti all'impresa b) La disciplina dell'azionariato gratuito ex art. 2349 c.c. e le novità della riforma: le deroghe ed il procedimento. b1) La necessità della previsione statutaria; b2) La nozione estensiva di utili assegnabili; b3) I destinatari della norma; b4) Sulla configurabilità delle azioni gratuite ai dipendenti come categorie speciali di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c. 8) Azioni di godimento a) La disciplina ed i diritti azionari b) La natura azionaria e la configurazione di categoria c) L'impatto della riforma ed il problema irrisolto di applicabilità della fattispecie alla riduzione del capitale per perdite 9) Azioni riscattabili a) Gli aspetti preliminari: le fonti ed il riscatto; b) Valore e modalità di liquidazione delle azioni soggette a riscatto 10) Azioni con prestazioni accessorie: la controversa configurazione di categoria.

1) Le azioni postergate nelle perdite e le problematiche connesse agli effetti della postergazione

Se si volesse rispettare la cronologia presente nel codice civile, le prime azioni speciali tipizzate risultano essere le azioni postergate nelle perdite che la riforma, risolvendo il precedente dibattito dottrinale⁵⁹ e giurisprudenziale⁶⁰, ha

⁵⁹ Ne hanno sostenuto l'ammissibilità, chi seppur subordinatamente ad alcune condizioni: G. CASELLI, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in Giur. Comm., 1980, I, 682; F. TEDESCHI, *Azioni privilegiate e partecipazioni alle perdite*, in Giur. Comm., 1980, I, 832; L. GUGLIELMUCCI, *Le azioni postergate nelle perdite*, in Giur. Comm. 1982, II, 884; G. FERRI, *Le società*, in Trattato di diritto civile fondato da Vassalli, Torino 1987, 467; BIONE, *op. cit.*, pag. 59 e ss.; G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 212 (nota 1); N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, Giuffrè, 1994, pag. 118 e ss.; B. IANNIELLO, *Inammissibili le azioni privilegiate nelle perdite*, (nota critica a commento) in Società,

espressamente previsto nel nuovo secondo comma dell'art. 2348 c.c. laddove viene consentita la creazione di azioni speciali "fornite di diritti diversi, *anche per quanto concerne la incidenza delle perdite*".

Preliminarmente non può tacersi che, poiché tali azioni incidono sui diritti patrimoniali⁶¹, la loro più naturale collocazione sarebbe stata forse all'interno dell'art. 2350 c.c. che disciplina tali diritti e le relative deroghe che legittimano l'emissione di azioni speciali privilegiate, al cui novero appartengono anche le azioni postergate.

Le azioni privilegiate identificano infatti quelle categorie dotate di speciali vantaggi di carattere economico che possono investire tanto il "lato attivo" della componente patrimoniale dello status di socio, e quindi il diritto agli utili ed alla quota di liquidazione, quanto il "lato passivo", ossia una diversa regolamentazione dell'incidenza delle perdite, elemento caratterizzante, per l'appunto, le azioni postergate nelle perdite.

In forza di tale postergazione, le perdite incideranno sulle relative azioni di categoria solo dopo aver colpito le altre azioni.

Considerato che le perdite possono manifestarsi, con rilevanza giuridica, sia durante la vita della società, con i conseguenti effetti in merito all'eventuale o forzata riduzione del capitale, sia in caso di liquidazione dell'ente, il privilegio

1998, pag. 455 e ss.; A. PAVONE LA ROSA, *op. cit.*, pag. 728; Di avviso contrario: A. DALMARTELLO, A. GAMBINO, P.G. JAEGER nei tre distinti pareri pro veritate dal titolo comune *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. Comm.*, 1979, I, 369 e ss.; C. ANGELICI, *ult. op. cit.*, pag. 129 e ss.; R. RORDORF, *Azioni e quote di società postergate nella partecipazione alle perdite* (nota a commento), in *Società*, 1995, 87.

⁶⁰ A sostegno dell'ammissibilità: Trib. Trieste (decr.) 2/6/1994 in *Società*, 1995, 87; Trib. Udine (decr.) 23/1/1993, in *Società*, 1993, 532 ed in *Giur. It.* 1994, I, 2, 926; Trib. Verona (decr.) 9/2/1989, in *Società*, 1989, 738; Trib. Udine (decreti del) 10/4 e 25/11/1981, in *Giur. Comm.*, 1982, II, 884. Di avviso contrario: Trib. Udine 5/12/1997 (decr.), in *Società*, 1998, 455.

⁶¹ A tal proposito va osservato che una delle ragioni prospettate dalla dottrina a sostegno dell'inammissibilità delle azioni postergate si fondava sul rilievo che la partecipazione alle perdite non sarebbe un diritto - tant'è che non sarebbe idonea a configurare una categoria, dal momento che l'art. 2348 c.c. si riferisce ad azioni fornite di *diritti diversi* - quanto una "posizione essenziale nella struttura del fenomeno associativo" (così P.G. JAEGER, *op. cit.*). Non v'è dubbio che la condivisione delle perdite non possa rappresentare, nella sua accezione più ristretta, un diritto, ma piuttosto un dovere dei soci insito nello schema societario e sancito, in particolare, dal principio di cui all'art. 2265 c.c.. D'altro canto, però, utili e perdite rappresentano i rovesci della medesima medaglia, ossia della componente patrimoniale dello status di socio e pertanto la postergazione nelle perdite ben può ricomprendersi nell'alveo degli aspetti patrimoniali di cui è espressione l'art. 2350 c.c..

della postergazione si concretizzerà, rispettivamente, con il preventivo annullamento delle altre azioni e con la prelazione sul rimborso del capitale⁶².

L'autonomia statutaria potrà liberamente prevedere una od entrambe le ipotesi di postergazione nonché la sua diversa misura, potendo essere, la postergazione, parziale o totale⁶³.

Sotto la disciplina previgente, diverse sono state le argomentazioni formulate sulla validità o meno delle azioni in esame⁶⁴.

Fra coloro che più radicalmente hanno negato l'ammissibilità di tale categoria v'è stato chi⁶⁵ ha sostenuto che la postergazione potesse realizzare la completa esclusione alla partecipazione nelle perdite, con conseguente violazione del

⁶² Cfr. M. BIONE, *op. cit.*, 59; G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 212 (nota 1); F. MAGLIULO, *op. cit.*, 85.

⁶³ Per un'esemplificazione di come possono essere formulate le clausole statutarie in tema di categorie di azioni: F. MAGLIULO, *op. cit.*, in *Appendice - Tecniche Redazionali*. In merito alle azioni postergate (pag. 144): "Il capitale sociale è di Euro <importo capitale > diviso in due categorie di azioni tutte del valore nominale di euro <valore nominale> ciascuna [oppure prive del valore nominale] e precisamente: n. <numero delle azioni> ordinarie e n. <numero delle azioni> di categoria speciale. Allo scioglimento della società le azioni di categoria speciale avranno prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale [ovvero in caso di azioni prive del valore nominale, per l'intero valore espresso dall'applicazione al capitale sociale del rapporto tra le azioni di categoria speciale ed il numero complessivo delle azioni emesse]. In caso di riduzione del capitale sociale per perdite, inoltre, dette azioni ne subiranno gli effetti soltanto dopo che siano state integralmente annullate le azioni ordinarie. Oppure In caso di riduzione del capitale sociale per perdite, inoltre, dette azioni ne subiranno gli effetti soltanto dopo che siano state annullate le azioni ordinarie fino alla concorrenza dell'importo di euro <importo>. Oltre tale importo le perdite graveranno proporzionalmente su tutte le azioni. In tal caso, ove si proceda ad un aumento di capitale conseguente ad una precedente riduzione del capitale per perdite gravanti sulle sole azioni ordinarie, il diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione sarà attribuito in ragione della ripartizione del capitale sociale anteriore alla riduzione per perdite". Altro esempio di formulazione di clausola concernente la previsione di azioni postergate è presente in A. BUSANI - C.M. CANALI, *I nuovi statuti di srl e spa*, Il Sole 24 ORE s.p.a., 2004, pagg. 258 - 259: "Il capitale sociale è diviso in numero ... azioni nominative del valore nominale di 1 (uno) euro ciascuna, di cui: (n.d.r. omissis) b) n. ... azioni privilegiate di categoria "B", che concorrono al ripianamento delle perdite in via postergata rispetto alle azioni ordinarie e cioè (per esempio) dopo che le azioni ordinarie abbiano subito una diminuzione del 60 per cento del loro valore nominale; c) n. ... azioni privilegiate di categoria "C", che, in sede di liquidazione della società, concorrono al riparto esclusivo di una quota pari al ... per cento del patrimonio da suddividere tra i soci, oltre a partecipare al riparto della restante quota di patrimonio da suddividere tra i soci in concorso con le azioni ordinarie".

⁶⁴ Cfr. B. SZEGO, *op. cit.*, nota 59 a pag. 34 in cui è presente uno schema riassuntivo dei diversi contrapposti orientamenti dottrinali richiamati anche da F. GALGANO, *op. cit.*, pag. 129.

⁶⁵ A. DALMARTELLO, *op. cit.*. Di avviso contrario, sul punto, G. CASELLI e L. GUGLIELMUCCI nelle rispettive *op. cit.* richiamati anche da M. BIONE, *op. cit.*, pag. 61, il quale rileva che "la postergazione non si risolve affatto in quella esclusione da ogni partecipazione alle perdite che l'art. 2265 c.c. commina di nullità, quanto invece nella sopportazione delle perdite nella misura eccedente la parte del capitale sociale rappresentato dalle azioni ordinarie e perciò, in ultima analisi, in una mera graduazione del rischio di impresa". Ha osservato G. CASELLI "perché non si abbia violazione del divieto è invece sufficiente che non vi siano azioni o categorie di azioni escluse in partenza, esplicitamente o implicitamente, da qualsiasi evenienza di perdita".

divieto di patto leonino e chi⁶⁶ – come si è già avuto modo di rilevare⁶⁷ - ha sostenuto che la partecipazione alle perdite non costituirebbe un diritto, con la conseguenza che non sarebbe idonea alla configurazione di una categoria posto che l'art. 2348 c.c. fa riferimento ai *diritti diversi*.

Dubbi di legittimità della postergazione sono stati poi avanzati anche sulla scorta della disamina dei suoi effetti potenzialmente pregiudizievoli nei confronti delle azioni ordinarie dal cui preventivo annullamento, nella riduzione di capitale per perdite, deriverebbe il rischio, per tali soci, di essere estromessi dalla società a seguito del contestuale (ex artt. 2446 e ss. c.c.) aumento di capitale o trasformazione della società o di suo scioglimento deliberato per iniziativa dei soci postergati⁶⁸.

In ciò è stato ravvisato un possibile contrasto con il principio, ricavato dalla disciplina del diritto di opzione (art. 2441 c.c.), di intangibilità della misura della partecipazione alla società.

Per tale ragione alcuni hanno sostenuto che la postergazione nelle perdite potesse essere ammessa solo in sede di liquidazione della società e non *durante societate*⁶⁹.

Inoltre, al fine di tutelare la posizione dei soci pregiudicati, si è sostenuto che la legittimità della postergazione dovesse essere subordinata ad una limitazione del diritto di voto dei soci privilegiati nelle perdite⁷⁰ e ciò anche in applicazione analogica del principio, desunto dal previgente art. 2351 c.c. e dalla disciplina delle azioni di risparmio di cui alla L. 216/1974, in forza del quale alla compressione di un diritto amministrativo (in particolare, diritto di voto) doveva necessariamente corrispondere un rafforzamento della componente patrimoniale⁷¹.

⁶⁶ P.G. JAEGER, *op. cit.*.

⁶⁷ V. precedente nota 62.

⁶⁸ La problematica è stata oggetto di analitica disamina, con esemplificazioni pratiche, da parte di A. DALMARTELLO, R. RORDORF e B. IANNIELLO, nelle rispettive *op. cit.*.

⁶⁹ Cfr. L. GUGLIELMUCCI e C. ANGELICI, nelle rispettive *op. cit.*

⁷⁰ A. GAMBINO e P.G. JAEGER, nelle rispettive *op. cit.*, richiamati anche da B. SZEGO, *op. cit.*.

⁷¹ Anche se fu rilevato (M. BIONE, *op. cit.*) che tale principio non poteva considerarsi ambivalente e quindi era solo alla compressione del diritto di voto che doveva corrispondere un privilegio patrimoniale e

La riforma ha superato gran parte di tali problematiche.

In primo luogo è stato fugato ogni dubbio in ordine all'ipotizzata violazione del divieto di patto leonino, così aderendo al pensiero di coloro che ne avevano sostenuto, con argomentazioni diverse, l'ammissibilità⁷².

Tuttavia, se è vero che l'importante per non contravvenire all'art. 2265 c.c. è che le azioni speciali non siano *escluse in partenza* dalle perdite⁷³, non si può negare che le perdite finiscano col rappresentare un elemento aleatorio della componente patrimoniale dal momento che, seppur in via di pura ipotesi, potrebbe verificarsi il caso che i soci postergati, per effetto del privilegio, non partecipino, in concreto, mai alle perdite.

In secondo luogo l'assunto secondo cui la postergazione non concernerebbe un diritto e non sarebbe pertanto idonea a configurare una categoria è indiscutibilmente caduto a seguito della novella.

In terzo luogo, l'ipotizzata violazione del principio di intangibilità della misura della partecipazione e di parità di trattamento tra soci titolari di azioni appartenenti a categorie diverse, può dirsi superata⁷⁴ dal principio di uguaglianza relativa che, sebbene si ritenesse pienamente vigente anche prima della riforma⁷⁵,

non il contrario. Lo conferma, di fatto seppur alla luce della riforma, anche F. MARTORANO, *op. cit.*, pag. 136 il quale sottolinea come le azioni postergate sono state previste "senza subire limitazioni nel diritto di voto, escludendo la biunivocità tra rafforzamento della componente patrimoniale della partecipazione azionaria e compressione di quella amministrativa".

⁷² Sulla base, tra l'altro, dei seguenti rilievi: 1) la postergazione non implica l'esclusione della partecipazione alle perdite bensì una mera "graduazione del rischio di impresa" (M. BIONE, *op. cit.*, pag. 61 il quale richiama G. CASELLI, *op. cit.*); 2) le azioni postergate, partecipando alle perdite subordinatamente all'estinzione delle altre azioni, non violano il divieto di patto leonino (M. NOTARI, *ult. op. cit.*, pag. 142);

⁷³ G. CASELLI, *op. cit.* ed, in giurisprudenza, cit. Trib. Udine 23/1/1993.

⁷⁴ Peraltro se la specialità - come è stato autorevolmente sostenuto (B. VISENTINI, *op. cit.*, pag. 988) - può incidere anche sul diritto di opzione, il principio di intangibilità della partecipazione di cui tale diritto è baluardo non è un principio assoluto e comunque è un principio che deve essere coordinato con l'altro - forse di rango maggiore - di uguaglianza relativa azionaria. Pare di avviso sostanzialmente contrario, anche alla luce della riforma, A. FERRUCCI - C. FERRENTINO, *Le società di capitali, le società cooperative e le mutue assicuratrici, Manuale e applicazioni pratiche dalle lezioni di Guido Capozzi*, Tomo I, Giuffrè, Milano, 2005, pag. 341 in cui, seppur sotto un profilo di opportunità, l'esistenza di azioni postergate dovrebbe essere contemperata dalla previsione statutaria di "forme di tutela per il diritto dei titolari di azioni ordinarie di mantenere inalterata la propria partecipazione nel caso di effettiva riduzione del capitale per perdite".

⁷⁵ Cfr. B. IANNIELLO, *op. cit.*, la quale osserva "più che di un principio di trattamento tra titolari di categorie diverse di azioni, sembra affermarsi il principio di parità di trattamento all'interno della stessa categoria di azioni". Si vedano anche i riferimenti di cui alla precedente nota n. 28.

quest'ultima lo ha espressamente consacrato nell'introdotta terzo comma dell'art. 2348 c.c. che recita "tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti".

Del resto se l'ordinamento ammette la coesistenza di azioni dotate di diritti diversi, l'uguaglianza non può che rilevare solo in seno ad ogni categoria.

Inoltre se i sacrifici che possono subire alcune azioni (c.d. pregiudicate) per effetto dei vantaggi riconosciuti ad altre azioni (c.d. privilegiate) rappresentano spesso una logica conseguenza della diversità azionaria, né gli azionisti pregiudicati possono dolersene né tanto meno detti sacrifici possono, di per sé, incidere sulla legittimità delle azioni privilegiate. Le uniche eventuali incongruenze saranno tutt'al più rappresentate dalle incompatibilità di sistema causate dagli effetti della postergazione di cui si parlerà in seguito.

Anche la prospettata esigenza che il privilegio della postergazione dovesse essere compensato da una limitazione del diritto di voto è stata radicalmente superata con la riforma che ha segnato, con il novellato art. 2351 c.c., il definitivo tramonto del principio di necessario bilanciamento tra diritti patrimoniali ed amministrativi⁷⁶.

Ne deriva che la limitazione del diritto di voto non deve essere per forza accompagnata da un privilegio patrimoniale né tanto meno, in senso opposto, il privilegio patrimoniale deve essere per forza accompagnato da una limitazione del diritto di voto. Pertanto le azioni postergate potranno essere legittimamente a voto pieno, a voto limitato od anche del tutto prive di tale diritto ex art. 2351 c.c..

Tuttavia la possibile esclusione e limitazione del diritto di voto creano problemi di raccordo di disciplina con implicazioni che potrebbero portare, rispettivamente, allo scioglimento della società per l'impossibilità di funzionamento ex art. 2484 n. 3 c.c. ed alla violazione del limite quantitativo della metà del capitale previsto dall'art. 2351 c.c. per le azioni con diritto di voto limitato.

⁷⁶ Così D. U. SANTOSUOSSO e A. COLAVOLPE nelle rispettive *op. cit.*.

Si pensi ad esempio ad una società con capitale sociale pari ad € 300.000,00 con 3.000 azioni di valore nominale, sia esso espresso od inespresso ex art. 2346 c.c.⁷⁷, pari ad € 100,00. Si ipotizzi poi che il capitale sia suddiviso equamente in due categorie di azioni, le une ordinarie e le altre postergate nelle perdite: si avranno così 1.500 azioni ordinarie e 1.500 azioni postergate rappresentanti, ciascuna categoria, una quota pari alla metà del capitale ossia ad € 150.000,00.

Ove si verificasse una perdita, reiterata per due esercizi consecutivi, pari ad € 120.000,00 la società avrebbe l'obbligo ex art. 2446 c.c. di ridurre il capitale sociale che quindi passerebbe da € 300.000,00 ad € 180.000,00.

Per effetto della postergazione, tale perdita si spalmerrebbe unicamente sulle azioni ordinarie, con risultati analoghi sia nell'ipotesi in cui la società abbia optato per l'indicazione del valore nominale sia nell'ipotesi inversa. Infatti:

a) Nel primo caso il valore delle azioni ordinarie passerebbe da € 100,00 ad € 20,00 con la conseguenza che si avrebbero azioni ordinarie di valore 20,00 e azioni postergate di valore € 100,00.

Poiché ai sensi dell'art. 2348 c.c. le azioni devono essere di uguale valore la società dovrebbe procedere al frazionamento od al raggruppamento delle azioni⁷⁸.

⁷⁷ In applicazione della seconda direttiva comunitaria e conformemente a quanto già previsto in alcuni ordinamenti stranieri (per una disamina comparatistica delle azioni prive di valore nominale v. F. DIMUNDO in A.A.V.V., *La riforma del diritto societario*, a cura di G. I.O. CASCIO, pag. 3 in cui l'A. analizza, in particolare, il modello statunitense delle "no par stocks" ed il modello belga delle "actions de quotité" e le loro differenze anche rispetto al modello italiano) accanto alla tradizionale indicazione del valore nominale delle azioni (definito come la parte del capitale sociale rappresentata da ciascuna azione ed espressa in cifra monetaria: sulle problematiche connesse al valore nominale delle azioni, anche con riferimenti comparatistici ad altri ordinamenti, G. FIGA'-TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Giuffrè, 2001), è ora possibile, anche sulla scorta dei già menzionati principi dettati dalla Legge Delega 3/10/2001 n. 366, omettere tale indicazione (art. 2346, comma 3, c.c.). Come è stato rilevato anche nella Relazione al D.lgs. n. 6/03 la previsione in esame non costituisce una modificazione invasiva, ma comporta unicamente un diverso metodo di calcolo per la quantificazione della partecipazione, non più basato sul valore bensì sul numero di azioni possedute (c.d. valore contabile). Infatti, stando al terzo comma dell'art. 2346 c.c., a tale quantificazione si procederà mediante la divisione del capitale per il numero di azioni possedute dalla cui operazione aritmetica si potrà peraltro ricavare anche il valore nominale. Ne consegue, come è stato giustamente osservato (F. DIMUNDO, op. cit. pag. 5 e D. U. SANTOSUOSSO, op. cit., pag. 65) che sarebbe stato allora più corretto parlare di azioni senza indicazione del valore nominale piuttosto che di azioni senza valore nominale, dal momento che, come visto, le azioni sono comunque dotate di un valore nominale che è solamente taciuto ma che è facilmente determinabile.

⁷⁸ Cfr. C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, pag. 196.

Nel caso decida per il frazionamento potrebbe procedere a livellare il valore nominale delle azioni postergate a quello mutato delle azioni ordinarie con la conseguenza che il numero delle prime passerebbe dalle iniziali 1.500 a 7.500, a dispetto delle azioni ordinarie che rimarrebbero 1.500. Il capitale ridotto a € 180.000,00 sarebbe quindi rappresentato da un totale di n. 9.000 azioni dal valore nominale pari ad € 20,00; le azioni ordinarie costituirebbero 1/6 del capitale e le azioni postergate i suoi 5/6.

b) Al medesimo risultato si perverrebbe anche nell'ipotesi di azioni con valore nominale inespresso. Infatti, in forza della postergazione nelle perdite, le azioni ordinarie verrebbero annullate e diminuite di numero in ragione della perdita di € 120.000,00. In particolare il loro numero passerebbe da 1.500 iniziali a 300. Il capitale ridotto a € 180.000,00 sarebbe quindi rappresentato da 1.500 azioni postergate e da 300 azioni ordinarie, tutte dal valore nominale inespresso di € 100,00 e pertanto, come nell'ipotesi precedente, il capitale sarebbe rappresentato per 1/6 da azioni ordinarie e per 5/6 da azioni postergate nelle perdite.

E' chiaro quindi come la postergazione possa portare all'alterazione delle compagini sociali ed al capovolgimento del gruppo di comando. Sotto la previgente disciplina, gli effetti postergativi sono stati esaminati rispetto ai possibili pregiudizi arrecati agli azionisti non postergati, ma anche rispetto alle possibili incompatibilità di sistema derivanti dalla diversa modulazione del diritto di voto attribuito alle azioni postergate.

Il primo aspetto è stato valutato soprattutto nel diverso caso di riduzione obbligatoria del capitale ex art. 2447 c.c. che comporti il possibile totale annullamento delle azioni dei soci non postergati e la loro conseguente estromissione dalla società.

Secondo l'orientamento dottrinale più condivisibile, i diritti di tali soci non sarebbero in alcun modo pregiudicati, in particolare grazie all'esercizio del diritto di opzione nel contestuale aumento di capitale nonché grazie all'applicazione

della tutela prevista dall'art. 2376 c.c.⁷⁹. Sul punto valgono comunque, alla luce della riforma, anche le considerazioni formulate in precedenza in merito dell'asserita violazione del principio di intangibilità della misura della partecipazione.

Per quanto concerne invece il secondo aspetto, anche dall'esempio sopra riportato, ci si accorge che la diversa modulazione del diritto di voto degli azionisti postergati può provocare, a seguito della riduzione del capitale, problemi di incompatibilità di sistema. Peraltro va tenuto presente che prima della riforma le azioni postergate, al pari di altre speciali, potevano essere a voto pieno o a voto limitato mentre oggi possono essere anche titoli *voteless* (art. 2351 c.c.) e ciò non fa che aggravare ulteriormente quelle discrepanze rilevate sotto la previgente disciplina nell'ipotesi di azioni postergate a voto limitato⁸⁰.

Come si è già anticipato, qualora - nell'esemplificazione fatta - le azioni postergate siano state concepite senza il diritto di voto l'effetto più immediato sarebbe lo scioglimento della società per l'impossibilità di funzionamento ex art. 2484 n. 3 c.c.. Viceversa, in caso di azioni a voto limitato, si avrebbe una violazione del limite quantitativo della metà del capitale sociale previsto dall'art. 2351 c.c..

Per quest'ultima ipotesi si è prospettata⁸¹ la soluzione di applicare, in via analogica, la disciplina prevista, per le azioni di risparmio, dal quinto comma dell'art. 145 Tuf. che prevede termini e modalità di ripristino del rapporto quantitativo azioni di risparmio - azioni ordinarie, indispensabile per riequilibrare i quorum necessari per il regolare funzionamento della società. Ugualmente la norma potrebbe trovare applicazione anche nell'ipotesi di titoli *voteless*.

⁷⁹ Cfr. B. IANNIELLO e D. GALLETTI nelle rispettive *op. cit.*. Di avviso sostanzialmente contrario è parso, in ultimo, R. RORDORF, *op. cit.*. Per i termini della questione si rimanda comunque alle opere degli autori citati.

⁸⁰ Va da sé che esse fossero a voto pieno non vi sarebbero questioni di sorta se non che esse, divenendo la maggioranza, sarebbero da considerarsi - se si aderisce a quanto esposto nel cap. I, par. 2), p.to a) - ordinarie, mentre le originarie azioni ordinarie (pregiudicate) diventerebbero una categoria di azioni minoritaria.

⁸¹ Sempre C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, pag. 196.

Tenuto conto sia della totale assenza di una disciplina degli effetti della postergazione sia della portata generale attribuibile a tale disposizione del Tuf.⁸², la sua applicazione pare fornire la risposta più convincente per risolvere l'*empasse* di sistema.

D'altronde né la scarna disposizione legislativa che ha riconosciuto piena validità alle azioni postergate, né la Relazione al D.lgs. n. 6/2003⁸³ forniscono elementi utili sulla disciplina degli effetti della postergazione che avrebbe meritato sicuramente una diversa attenzione da parte del legislatore della riforma.

2) Le altre fattispecie di azioni privilegiate

Già si è detto come la postergazione nelle perdite costituisca una delle possibili connotazioni delle azioni privilegiate, dal momento che esse identificano un ampio *genus* nel cui alveo vanno annoverate tutte le configurazioni di specialità che incidono sui diritti patrimoniali azionari.

Prima della recente riforma le azioni privilegiate risultavano essere disciplinate dal combinato disposto di cui agli artt. 2350 e 2351 c.c..

Il primo comma dell'art. 2350 c.c. conteneva – e contiene – la deroga (“*salvi i diritti stabiliti a favore di speciali categorie di azioni*”) che abilitava l'autonomia statutaria a modulare diversamente il “normale” diritto agli utili ed alla quota di liquidazione previsti da tale norma.

Il secondo comma dell'art. 2351 c.c. disponeva invece che la limitazione del diritto di voto potesse essere ancorata alla previsione di un privilegio patrimoniale e, sulla base di tale compensazione, si ritenne vigente il principio di necessario bilanciamento tra diritti amministrativi e diritti patrimoniali.

⁸² Afferma D. GALLETTI, *ult. op. cit.*, pag. 225: “L'art. 145 Tuf. deve dunque ritenersi semplicemente ricognitivo di una possibilità generale contenuta nell'ordinamento societario...”

⁸³ In essa, infatti, è stato dato atto, unicamente, delle ragioni di carattere economico che hanno giustificato il riconoscimento di tale specialità che è stata considerata un buon strumento di sollecitazione degli investimenti soprattutto nelle società a partecipazione pubblica. Recita, a tal proposito, il § 4.2: “Si è così riconosciuta in materia espressa, nel primo periodo del secondo comma dell'art. 2351 (n.d.r. anche se il riferimento dovrebbe essere all'art. 2348 c.c.), la possibilità che una categoria di azioni si caratterizzi per la diversa incidenza nei loro confronti delle perdite. Risulta in tal modo definitivamente chiarita l'ammissibilità di azioni postergate nelle perdite, quali si sono rivelate strumento spesso utile ed a volte indispensabile per il finanziamento dell'impresa sociale, specialmente nell'ambito di processi di ristrutturazione e tentativi di superamento di situazioni di crisi”.

Nonostante che, come si è visto, al principio non fosse stata attribuita valenza biunivoca⁸⁴, nella prassi statutaria, le azioni privilegiate si sono diffuse proprio in ragione del fatto che ad esse si accompagnava una limitazione del diritto di voto nelle sole assemblee straordinarie⁸⁵.

Così strutturate, tali azioni hanno rappresentato forse la massima estrinsecazione del finanziamento partecipato, fornendo un utile soluzione ad una doppia esigenza di mercato.

Da una parte, quella di procurare uno strumento di sovvenzione all'impresa mediante la raccolta di capitali da parte dei piccoli risparmiatori i quali, interessati unicamente alla percezione di un adeguato guadagno del proprio investimento, risultavano stimolati dalla presenza di privilegi patrimoniali e dalla riduzione del rischio di impresa; dall'altra parte, la limitazione del diritto di voto rispondeva all'esigenza di riservare agli altri azionisti la gestione della società.

La riforma, se si eccettua chiaramente la previsione delle azioni postergate nelle perdite, non ha inciso in alcun modo sulla previgente disciplina delle azioni privilegiate dal momento, peraltro, che il tramonto del principio di necessario bilanciamento tra diritti amministrativi e diritti patrimoniali sancito dal novellato art. 2351 c.c. riveste un'importanza tutto sommato secondaria rispetto alla disciplina delle azioni privilegiate.

Quanto mai attuale è pertanto la loro bipartizione, già da tempo operata in dottrina, tra *azioni di preferenza* (o privilegiate in senso stretto) ed *azioni di priorità*.

Le prime caratterizzate, in sede di distribuzione degli utili, dal riconoscimento di un dividendo quantitativamente maggiore ed, in sede di liquidazione, dall'attribuzione di un diritto di partecipare al riparto del patrimonio in misura superiore alla percentuale del capitale sociale rappresentato dalle azioni

⁸⁴ V. precedente nota n.71.

⁸⁵ Difatti le azioni privilegiate a voto pieno (c.d. azioni *preferenziali* od *ultraprivilegiate*) non hanno avuto una particolare diffusione. Anche P. GROSSO, *op. cit.*, pag. 63 evidenzia come le azioni privilegiate più frequenti siano quelle a voto limitato.

privilegiate, anche a prescindere dall'eventuale erosione del valore nominale delle altre azioni⁸⁶.

Le seconde contraddistinte, invece, da un diritto di priorità nella partecipazione degli utili e nel rimborso del capitale, rispettivamente, durante la vita della società ed in caso di sua liquidazione.

Sono queste le due principali varianti di categoria, ognuna delle quali si presenta poliedrica e multiforme, essendo rimessa all'autonomia statutaria la più ampia libertà di determinarne il contenuto, sia rispetto alla misura del privilegio sia rispetto ai parametri di riferimento sulla base dei quali individuare il privilegio stesso⁸⁷ e sia rispetto ai modi ed ai tempi di perfezionamento dei diritti privilegiati. Le azioni privilegiate, quindi, rappresentano le azioni speciali tipiche dal contenuto sicuramente più atipico.

Nel mercato azionario hanno avuto una più larga diffusione le azioni privilegiate contraddistinte dalle seguenti condizioni⁸⁸:

⁸⁶ Tale possibilità era stata negata da una parte della dottrina sul presupposto che, in sede di liquidazione, la mancata corrosione del valore nominale a seguito di perdite, facesse sorgere un diritto indistinto in capo a tutti gli azionisti al rimborso del capitale che non poteva quindi essere sacrificato da un privilegio di categoria. A tale considerazione è stato replicato che tale diritto non pare sussistere per due ordini di ragioni: la prima, che la concessa diversificazione dei diritti destituisce di fondamento tale diritto e la seconda che quest'ultimo non è, in realtà, sancito da alcuna norma. Per i termini ed i riferimenti dottrinali del dibattito si rimanda in ogni caso a M. BIONE, *op. cit.*, pag. 57 nota 37.

⁸⁷ Così N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 267 il quale precisa che il privilegio potrà essere determinato in "misura fissa, variabile o anche indicizzata secondo criteri oggettivi predefiniti al momento dell'emissione" e, quanto ai parametri di riferimento, "il privilegio potrà essere ragguagliato non solo al valore nominale delle azioni, ma al loro prezzo di emissione (comprensivo dunque dell'eventuale sovrapprezzo) o, per le società quotate, alla quotazione media di borsa (riferita, ad esempio, all'esercizio antecedente l'approvazione del bilancio o aggiornata all'ultimo trimestre dell'esercizio in corso). Al fine di ancorare il rendimento delle azioni privilegiate all'effettiva redditività della gestione, gli statuti possono assumere a base di calcolo gli utili risultanti dal bilancio o tenere conto delle riserve formatesi nel corso degli esercizi successivi all'emissione. I privilegi nella partecipazione agli utili possono essere infine rafforzati mediante la previsione di un diritto di cumulo negli anni successivi delle percentuali di privilegio non soddisfatto".

⁸⁸ Per un'esemplificazione di clausole statutarie contenenti varie ipotesi di diversificazione del privilegio, si rimanda sempre a F. MAGLIULO, *op. cit.*, in *Appendice - Tecniche Redazionali*, pag. 144 e ss. il quale distingue: azioni privilegiate negli utili, azioni con privilegio non condizionato alla delibera di distribuzione degli utili, azioni di priorità, azioni con preferenza nel rimborso del capitale, azioni privilegiate nel rimborso delle plusvalenze patrimoniali residue dopo il rimborso del valore nominale di tutte le azioni, azioni privilegiate nel rimborso dell'intero patrimonio netto di liquidazione senza distinzione tra valore nominale e plusvalenze patrimoniali, azioni con privilegi patrimoniali in natura. Ante riforma si veda U. BUZZI, *Azioni privilegiate e azioni speciale nella prassi statutaria*, in Riv. soc., 1959, 880 e ss.; S. FONTANA, *Le azioni privilegiate nella pratica statutaria*, in Giur. Comm., 1976, I, 516 e ss..

- *azioni con priorità nella ripartizione degli utili*: attribuiscono il diritto ad una determinata quota dell'utile distribuibile, prima che venga assegnato il dividendo alle azioni ordinarie;
- *azioni con dividendo cumulabile*: consentono, entro un certo numero di anni, il recupero dei dividendi non corrisposti in precedenza ed accantonati a riserve⁸⁹;
- *azioni con dividendo limitato*: danno diritto a un dividendo minimo prioritario e ad un'eventuale ulteriore assegnazione degli utili, successiva al soddisfacimento dei diritti di altre categorie di azioni;
- *azioni con dividendo illimitato*: danno diritto a un dividendo prioritario ed all'assegnazione dell'ulteriore utile distribuibile residuo, una volta liquidato un certo dividendo alle azioni esistenti di categorie diverse;
- *azioni con priorità nel rimborso del capitale*: prevedono il rimborso con diritto di precedenza rispetto alle altre categorie di azioni in essere;
- *azioni con rimborso maggiorato*: prevedono il rimborso superiore a quella spettante alle azioni ordinarie.

Inoltre il privilegio può concernere anche vantaggi non riconnessi ai diritti patrimoniali più propriamente intesi. Ad esempio il diritto a conseguire dalla società prestazioni a condizioni più favorevoli nella fornitura di beni o di servizi prodotti o erogati dalla società medesima, ovvero ad ottenerli prioritariamente rispetto a terzi estranei alla compagine sociale; il diritto ad ottenere una somma pari ad una percentuale minima delle somme investite nell'ipotesi in cui utili non abbiano soddisfatto il privilegio⁹⁰; od, ancora, il diritto di assistere gratuitamente a spettacoli organizzati dalla società⁹¹.

Quanto sopra, chiaramente, nel solito rispetto dei limiti stabiliti dalla legge, limiti che in particolare, per quanto concerne le azioni privilegiate nella ripartizione degli utili, sono stati individuati nell'art. 2265 c.c. e nell'art. 2433 c.c..

⁸⁹ L'ipotesi in esame del prelievo di utile da riserve è stato ritenuto pienamente ammissibile, tra gli altri e più recentemente, da N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 267 e B. SZEGO, *op. cit.*, pag. 33.

⁹⁰ Cfr. A. STAGNO d'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 295, N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 269 e F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 45.

⁹¹ Così F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 92 il quale richiama G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 215, nota n. 3 contenente altri richiami dottrinali.

Sulla base della prima norma è preclusa la previsione di un privilegio che, per la sua entità, estrometta di fatto le altre categorie dalla percezione di utili. In forza della seconda norma, invece, questi ultimi dovranno essere realmente conseguiti nel senso che la previsione di un dividendo fisso non può essere concepito a prescindere dall'effettivo risultato reddituale della società⁹².

E' stata poi sollevata la questione in ordine alla possibilità o meno di svincolare, in deroga a quanto previsto dall'art. 2433 c.c., la maturazione del privilegio agli utili dalla deliberazione di distribuzione a cui è propedeutica l'approvazione del bilancio⁹³.

La deroga non sembra però ammissibile alla luce di quella che è la ratio dell'art. 2433 c.c.. Secondo la sua interpretazione, prima della deliberazione con cui i soci decidono di distribuire l'utile, essi non sono titolari di un diritto individuale a conseguire l'utile di esercizio bensì versano in uno stato di mera aspettativa⁹⁴ che si converte in diritto soggettivo solo a seguito della delibera di distribuzione.

D'altronde, se così non fosse, il diritto del singolo socio prevarrebbe sull'interesse della società, occludendo a quest'ultima la possibilità di disporre diversamente degli utili, ad esempio per accantonarli a riserve statutarie.

Va da sé, inoltre, che se si acconsentisse a far maturare il privilegio in un momento differente rispetto alla maturazione del diritto agli utili spettante agli altri soci, non solo si creerebbe un'apparente situazione di disparità nella compagine societaria (che tuttavia potrebbe trovare una giustificazione nel principio di uguaglianza relativa sancito dal comma terzo dell'art. 2348 c.c.), ma soprattutto si snaturerebbe la su menzionata ratio dell'art. 2433 c.c. in quanto,

⁹² Cfr., tra gli altri, B. SZEGO, *op. cit.*, pag. 32.

⁹³ Ne sostengono l'ammissibilità: tra gli altri F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 91, F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 45; N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 268. Di avviso contrario pare essere A. STAGNO d'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 295 il quale osserva che "la distribuzione di dividendi in epoca antecedente alla chiusura dell'esercizio è ammessa dal legislatore esclusivamente in caso di distribuzione di acconti dividendo a norma dell'art. 2433 bis ed alle condizioni contemplate dallo stesso articolo; il che porta a ritenere che, quello disciplinato, sia l'unico caso in cui si ammette che la distribuzione di quote utili possa precedere l'accertamento dell'effettività del conseguimento dell'utile complessivo"

⁹⁴ Così Cass. civ. 11/03/1993, n. 2959 e Cass. civ., sez. I, 28/05/2004, n. 10271. In dottrina, tra gli altri, ROSSI, *Utili di bilancio, riserve e dividendi*, Milano, 1957 secondo cui il diritto agli utili non costituisce un diritto soggettivo bensì un diritto astratto al dividendo essendo subordinato alla deliberazione da parte dell'assemblea dei soci.

rispetto agli utili di esercizio, i soci privilegiati vanterebbero sempre e comunque un vero e proprio diritto soggettivo e mai una mera aspettativa al pari degli altri soci.

E poi tale norma pare inderogabile non solo in quanto attiene ad una regola di funzionamento della società, ma anche alla luce del fatto che la sola sua eccezione è rappresentata dalla distribuzione di acconti dividendo ex art. 2433 bis c.c., unica ipotesi, questa, di distribuzione anticipata di utili⁹⁵.

Tuttavia, dall'altra parte potrebbe replicarsi - senza peraltro che ciò possa confutare quanto appena detto - che se il privilegio sugli utili fosse subordinato alla decisione di distribuirli, i soci di maggioranza potrebbero, con la loro decisione, vanificare del tutto l'esercizio dei diritti dei soci privilegiati di minoranza⁹⁶.

In questo caso verrebbe da chiedersi quale degli interessi, apparentemente in contrasto, dovrebbe prevalere, posto che entrambi meritano ampia tutela: l'uno, quello della società, in quanto attiene ad una regola di suo funzionamento e l'altro, quello dei soci privilegiati, in quanto inerisce ad un diritto espressamente previsto e consacrato dalla legge. La specialità di categoria pone quindi inevitabili problemi di raccordo di discipline.

Le più gravi ed insormontabili incompatibilità di sistema potranno costituire veri e propri *limiti impliciti o strutturali*⁹⁷ e le empasse di sistema che potrebbero crearsi dovrebbero essere oggetto di una valutazione preventiva al fine di prevedere opportuni ed adeguati correttivi statutari.

Nella fattispecie, il contemperamento degli interessi anzidetti, potrebbe avvenire mediante la previsione della clausola statutaria che imponga la distribuzione dei dividendi almeno ogni due esercizi in attivo, con la conseguenza che la

⁹⁵ Di tale avviso è A. STAGNO d'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 295.

⁹⁶ A tale riguardo va osservato che, seppur in relazione all'entità, molti autori (tra cui M. BIONE, *op. cit.*, pag. 55; P. GROSSO, *op. cit.*, pag. 63 ed, in epoca anteriore, ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in Riv. Soc., 1961, pag. 935 nt 7) hanno evidenziato come il privilegio debba essere effettivo e non meramente fittizio e/o irrisorio.

⁹⁷ Così D. GALLETTI, *ult. op. cit.*, pag. 211 richiamato anche da F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 35.

deliberazione assembleare presa non in conformità sarebbe annullabile ex art. 2377 c.c..

E' quanto mai evidente l'importanza che rivestono interpreti ed operatori nella regolamentazione statutaria delle discipline di raccordo.

3) Azioni correlate o di settore

Mutuando fattispecie già presenti in altri ordinamenti⁹⁸, la recente riforma ha introdotto, nel secondo e terzo comma del novellato art. 2350 c.c., le azioni correlate o di settore. Data anche la novità, la loro disciplina merita di essere esaminata sotto diversi aspetti.

a) *La funzione economica del capitale di rischio diversificato alla luce delle esigenze della new economy*

La principale peculiarità delle azioni correlate risiede nella commisurazione dei diritti patrimoniali ad un determinato settore della società, piuttosto che al risultato della sua complessiva attività.

Se è vero che la diversificazione settoriale dei diritti non costituisce nient'altro che una particolare espressione del più generale principio sancito dall'art. 2348 c.c.⁹⁹, il fatto che il legislatore della riforma abbia ritenuto di doverla tipizzare

⁹⁸ I corrispondenti titoli azionari hanno avuto una larga diffusione, in particolare, negli Stati Uniti ed in Francia. Nel primo paese sono state diversamente denominate come *tracking shares*, *tracking stocks* od *alphabet stocks*, mentre in Francia hanno preso il nome di *actions reflet*: cfr. P. DE BIASI, "Burro e cannoni": *le alphabet stock*, in *Società*, 2002, pag. 815 e G. MIGNONE, "Tracking shares" e "Actions reflet" come modelli per le nostre "Azioni correlate", in *BBTC*, 2003, I, 310. Sulle azioni correlate si vedano pure gli altri commenti dei seguenti autori, in gran parte già ampiamente citati: F. MARTORANO, F. DIMUNDO, A. STAGNO d'ALCONTRES, nelle rispettive *op. cit.* (a commento dell'art. 2350 c.c.); A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1304; A. COLAVOLPE, *op. cit.*, pag. 1596; P. GROSSO, *op. cit.* (*Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari...*), pag. 1309; D.U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, pag. 79; M. LAMANDINI, *ult. op. cit.*, pag. 525, C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, pag. 198; G. MIGNONE in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004, commento sub art. 2350 c.c., pag. 297G.B. PORTALE, *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Riv. Società*, 2002, pag. 146; G. MANZO e G. SCIONTI, *Patrimoni dedicati e azioni correlate: << cellule >> fuori controllo?*, in *Società*, 2003, pag. 1329 in cui vengono esaminate, in particolare, le implicazioni delle azioni correlate sul diritto antitrust delle concentrazioni. In ultimo, di recentissima pubblicazione, durante l'ultimazione del presente lavoro, U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2005.

⁹⁹ Tant'è che A. STAGNO d'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 297, ha rilevato che l'espressa previsione legislativa delle azioni correlate non era probabilmente necessaria in quanto la possibilità di emettere tale tipologia azionaria poteva dirsi già ricompresa nel principio di ordine generale.

risponde non solo all'esigenza di ampliare il novero degli strumenti di raccolta del capitale di rischio al fine di attrarre il pubblico dei risparmiatori, ma anche alla necessità di far fronte alle nuove esigenze economiche e di mercato della società stessa, come hanno dimostrato anche i casi di correlazione riscontrati nell'esperienze straniere¹⁰⁰.

Infatti, nella realtà economica di questi anni contraddistinta dalla *new economy* in cui le grandi realtà societarie hanno dimostrato interesse a diversificare sempre più la propria attività con l'acquisizione di altre imprese aventi attività anche in settori eterogenei, le azioni correlate rappresentano un strumento quanto mai utile sia in queste operazioni sia in quelle di fusione e di conferimento di azienda allorquando le parti convengano che il conferente continui a beneficiare degli utili dell'azienda conferita¹⁰¹.

L'investimento selettivo¹⁰², quindi, risponde anche all'esigenza di adeguare lo strumento azionario alle nuove realtà societarie multisettoriali.

Aspetti vantaggiosi potranno esservi non solo per la società, ma anche per i soci risparmiatori "correlati" che nutrano interesse a canalizzare il proprio investimento in settori specifici (come ad esempio, quello tecnologico, particolarmente diffuso in questi ultimi anni).

Tra l'altro essi, qualora decidano di investire in una società già affermata che si è esposta al rischio di diversificare la propria attività in un'altra che non è la sua, potranno risultare "garantiti" dal patrimonio complessivo della società, con conseguente maggiore disponibilità e stimolo all'investimento.

¹⁰⁰ Il caso più famoso è quello, verificatosi negli Stati Uniti, della General Motors. Questa, nota azienda produttrice di autoveicoli, negli anni 1984 -1985 diversificò la propria attività acquistando prima la Electronic Data System e poi la Hughes Aircraft Company. In entrambi i casi furono poi emesse delle tracking stokes commisurate ai risultati delle attività delle società acquistate, diverse da quella esercitata dalla General Motors (il caso è riportato anche da P. DE BIASI, F. DIMUNDO nelle rispettive *op. cit.*). Successivamente, sempre negli Stati Uniti, diversi sono i casi di ricorso alle tracking stokes da parte di importanti società americane tra cui Tele Communications Inc., Sprint. Co. e, con l'avvento della new economy, Walt Disney Co., General Electric ed altre ancora (v. F. DIMUNDO, *op. cit.*). In Francia, invece, il caso delle actions reflet dell'Alcatel Optronics (v. G. MIGNONE, *ult. op. cit.*).

¹⁰¹ Così C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, pag. 199. Vedasi anche G. MIGNONE, *op. cit.*, pag. 301 sulla "Funzione economica delle azioni correlate".

¹⁰² Così L. A. BIANCHI, *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società di capitali*, in Benazzo, Patriarca, Presti (curr.), *Il Nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, Milano, 2003.

b) *L'inciso in riferimento ai patrimoni destinati ad uno specifico affare*

L'inciso d'ingresso del secondo comma dell'art. 2350 c.c. (*"Fuori dai casi di cui all'art. 2447 bis c.c."*) pone alcuni problemi interpretativi sulla sua esatta portata e significato.

Va detto innanzitutto che le azioni di settore ed i patrimoni destinati ad uno specifico affare ex art. 2447 bis e ss. c.c.¹⁰³ - entrambi di nuova previsione - costituiscono, secondo la Relazione al D.lgs. n. 6/03¹⁰⁴, i due strumenti di accesso ai c.d. finanziamenti finalizzati.

Dall'esame comparato dei due istituti giuridici è evidente la comunanza dello scopo di base da cui essi traggono origine: creare una diversificazione di interessi che nell'un caso incide sulla sfera dei diritti azionari e, nell'altro, sulla sfera patrimoniale della società.

Essi rappresentano due forme facoltative di finanziamento diversificato che consentono ai soci di creare, da una parte, azioni "dedicate" ad uno specifico settore di iniziativa della società e, dall'altra, patrimoni "dedicati" ad uno specifico affare.

Sebbene si riscontrino alcune analogie anche nelle rispettive discipline (si pensi ad es. alla rendicontazione separata) non possono sussistere dubbi circa le nette e profonde differenze che le dividono.

Quella principale attiene sicuramente al diverso regime di separazione finanziaria che nelle azioni correlate è meramente contabile¹⁰⁵, mentre nei patrimoni dedicati si è parlato di una vera e propria segregazione patrimoniale¹⁰⁶ con tanto di attribuzione, a detti patrimoni, di una distinta autonomia¹⁰⁷ (anche se

¹⁰³ Per il cui commento si rinvia, tra gli altri, più recentemente, ad A. MAFFEI ALBERTI, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, 2005, Commento sub. artt. 2447 bis e ss. c.c., pagg. 1676 e ss..

¹⁰⁴ In particolare v. il § 4 in materia di azioni: "Ugualmente, nel secondo comma dell'art. 2351 (2350) c.c., si è espressamente prevista la possibilità di emettere azioni le quali forniscano diritti correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore; che possono risultare un ulteriore strumento, oltre a quelli previsti con i patrimoni destinati ad uno specifico affare di cui all'art. 2447 bis c.c., per accedere a *finanziamenti finalizzati*".

¹⁰⁵ Ovvero "debole o virtuale" come è stata definita da G. MIGNONE, *op. cit.*, pag. 299.

¹⁰⁶ Sulla contrapposizione tra segregazione patrimoniale e contabile: F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 75 e M. LAMANDINI, *op. cit.*, pag. 528.

¹⁰⁷ Cfr. F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 101.

non perfetta¹⁰⁸) da cui discende per la società, rispetto alle obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare, una responsabilità limitata al patrimonio da essa destinato.

Dunque se non pare vi possa essere confusione tra i due istituti, rimane da chiarire la ragione per cui è stato inserito l'inciso in esame.

Deve sicuramente escludersi che esso sia stato inserito solo al fine di precisare che le "azioni correlate sono altra cosa rispetto agli strumenti di partecipazione ai c.d. patrimoni destinati"¹⁰⁹.

Infatti non può dubitarsi che esso, sebbene formulato in modo ambiguo ed infelice, abbia una funzione di raccordo tra la disciplina delle azioni correlate e quella degli strumenti finanziari emettibili nell'ambito dei patrimoni dedicati ex art. 2447 ter, lett. e), c.c.¹¹⁰.

C'è chi ha prospettato un'alternativa di significati attribuibili all'inciso, dovendosi intendere o nel senso che sia "possibile emettere azioni correlate << anche >> in assenza di un patrimonio di destinazione" o nel senso "che tra gli strumenti finanziari di partecipazione ad un patrimonio separato << non >> possono essere ricomprese le azioni correlate"¹¹¹.

Posto che non sussistono ragioni di sorta per escludere una coesistenza dei due istituti all'interno di una medesima società, il significato più diretto ed immediato da attribuire all'inciso è quello per cui non vi può essere una loro "commistione" e quindi non si può che propendere¹¹² per il secondo dei due significati¹¹².

¹⁰⁸ Così ASSOCIAZIONE PREITE, *op. cit.*, pag. 57 in cui si osserva infatti che "se il fallimento della società impedisce la realizzazione o la continuazione dell'operazione, cessano le limitazioni per i creditori della società e il finanziatore ha diritto di insinuazione al passivo per il suo credito".

¹⁰⁹ Così A. FERRUCCI – C. FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 351; nel medesimo senso anche A. STAGNO d'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 297.

¹¹⁰ È stato osservato (A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1304) che le azioni <<correlate>> sembrerebbero il *pendant* degli strumenti finanziari ex art. 2447 ter, comma 1, lett. e. Secondo l'A. "lo stesso inciso iniziale (...omissis) suona come una *excusatio non petita* del legislatore, come l'intento, cioè, di evidenziare in maniera plastica una distinzione che altrimenti potrebbe sfumare".

¹¹¹ A. COLAVOLPE, *op. cit.*, pag. 1597 il quale osserva inoltre che in quest'ultimo caso "insorgerebbero delicati problemi di coordinamento con la disciplina degli strumenti finanziari di partecipazione ai patrimoni di destinazione e, in particolare, si porrebbe la questione se, nell'ipotesi in cui venissero emessi questi strumenti, si applicherebbero i principi e le regole sancite dall'art. 2447 bis c.c."

¹¹² Nel medesimo senso F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 75 secondo cui: "L'inciso iniziale del capoverso dell'art. 2350 ha cura peraltro di precisare che l'emissione delle azioni correlate si colloca << fuori dai casi di cui all'art. 2447 bis >>, e quindi all'esterno dello schema degli strumenti di partecipazione ai <<

In effetti ove si acconsentisse a che gli strumenti finanziari di partecipazione ad un patrimonio separato fossero rappresentati da azioni correlate ai risultati dell'affare, si avrebbe un'incoerente e contrastante sovrapposizione di discipline, dal momento che lo strumento azionario risulterebbe sottoposto tanto alle regole delle categorie azionarie tanto a quelle dei patrimoni destinati.

L'incompatibilità sistematica che ne deriva non può che far assurgere l'inciso in esame ad un vero e proprio limite, biunivocamente inteso, nell'emissione e delle azioni correlate¹¹³ e degli strumenti finanziari nell'ambito dei patrimoni destinati.

c) *Il concetto, giuridicamente spurio, di settore*

Le azioni in commento si caratterizzano per essere fornite di diritti patrimoniali connessi ai risultati dell'attività sociale in un determinato *settore*.

Molto probabilmente il legislatore ha fatto ricorso a tale termine, generico e non prettamente giuridico, in linea con lo spirito di favorire l'autonomia statutaria senza creare possibili ostacoli anche di natura lessicale.

Pertanto esso potrà riferirsi sia ad uno specifico ramo dell'impresa sociale¹¹⁴ sia ad una più ridotta divisione o comparto imprenditoriale¹¹⁵ e, più in generale, ad

patrimoni destinati >> disciplinati da questa disposizione. Anche M. LAMANDINI, *op. cit.*, pag. 527 pare incline a tale soluzione quando, parlando dei criteri di individuazione dei costi e dei ricavi imputabili al settore, afferma dell'impossibilità dell'autonomia statutaria di spingersi fino al punto di interferire con il modello di patrimonio separato di cui all'art. 2447 bis e della necessità di un raccordo sistematico tra le due discipline. Senza contare che G. MIGNONE, *op. cit.*, in sede di commento sub artt. 2447 bis e ss., pag. 1645, esclude categoricamente che gli strumenti di partecipazione all'affare possano essere rappresentati da azioni "poiché quello sottostante alla loro emissione non è un contratto di società". L'A. a conforto della sua interpretazione, rileva, alla nota n. 83, che anche la BORSA ITALIANA s.p.a. [*Osservazioni (del 2/12/2002)* allo Schema di decreto approvato dal Consiglio dei Ministri il 30 settembre 2002, *Appendice. Nota tecnica sui patrimoni destinati*, in Riv. Soc., 2002, pag. 1589] ebbe a suggerire di modificare la formulazione della lettera e) scrivendo << strumenti finanziari di partecipazione all'affare *diversi dalle azioni* >>. Secondo A. MAFFEI ALBERTI, *op. cit.*, pag. 1685 sarebbe invece possibile l'emissione di azioni correlate ai risultati dell'affare alla cui realizzazione è destinato il patrimonio. Più genericamente, per F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 102 e ss., è ammissibile che gli strumenti finanziari dei patrimoni destinati siano rappresentati da categorie azionarie.

¹¹³ L'emissione di azioni correlate trova poi un limite particolare nella disciplina delle SICAV prevista dall'art. 45 del Tuf, il cui comma 7 sancisce esplicitamente l'inapplicabilità, per tali azioni, degli artt. 2348, commi 2 e 3, 2349, 2350, commi 2 e 3 etc. Sul punto si veda anche G. MIGNONE, *op. cit.*, commento sub. art. 2350, pag. 300, nota 11, secondo cui le azioni correlate non possono essere emesse neppure nell'ambito delle società cooperative non essendo, l'art. 2350, richiamato dall'art. 2525 ult. co. c.c.

¹¹⁴ Di contrario avviso è F. MARTORANO, *op. cit.*, pag. 144.

¹¹⁵ Cfr. G. MANZO e G. SCIONTI, *op. cit.* pag. 1335; D. U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, pag. 79; A. STAGNO d'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 297; L.A. BIANCHI, *op. cit.*, pag. 89. richiamato anche da A. COLAVOLPE, *op. cit.*, pag. 1597 il quale osserva

“ogni unità organizzativa interna all’impresa, in relazione alla quale risulti concretamente costruibile un’autonoma rendicontazione contabile, alla stregua di un reporting di natura divisionale da redigersi secondo le modalità indicate nello statuto e da allegarsi al bilancio della società”.¹¹⁶

Il settore di riferimento, proprio in ragione della possibile multidirezionalità dell’impresa, non per forza dovrà far parte od essere connesso con quello dell’attività principale della società al quale, tuttavia, potrà eventualmente integrarsi¹¹⁷.

D’altro canto, però, il concetto di *settore* presuppone un’attività di impresa stabile e duratura che mal si concilia con un affare singolo ed occasionale¹¹⁸ previsto invece per i patrimoni destinati¹¹⁹.

Del resto la diversità terminologica, tra settore ed affare, utilizzata dal legislatore per le azioni correlate ed i patrimoni dedicati non può essere accidentale dal momento, peraltro, che settore ed affare contemplano due fattispecie economiche differenti che giustificano anche alcune delle diversità esistenti tra le due discipline.

d) *La separata rendicontazione contabile di settore*

Il secondo comma dell’art. 2350 c.c. demanda allo statuto la definizione dei criteri di individuazione dei costi e dei ricavi imputabili al settore nonché le modalità di rendicontazione: anche in questo caso l’autonomia statutaria impera.

La legge sancisce solo l’obbligatorietà della distinta rendicontazione di settore che è una logica conseguenza della separazione, meramente contabile e virtuale, che contraddistingue le azioni correlate.

Tale adempimento non è vincolato a specifiche regole formali precostituite. Infatti il compito di determinarne le modalità di assolvimento è rimesso ai soci o,

¹¹⁶ Così L.A. BIANCHI, *op. cit.*, pag. 89 secondo cui “le società le quali intendano emettere azioni correlate dovranno dotarsi di una contabilità rigorosamente divisionale, con un meccanismo di addebito a valore << normale >> alle diverse divisioni delle relative prestazioni”.

¹¹⁷ Come è stato giustamente osservato (D.U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, pag. 81) non pare sostenibile commisurare il diritto agli utili ai risultati di una società controllata.

¹¹⁸ Di avviso contrario pare essere G. MIGNONE, *op. cit.*, pag. 300.

¹¹⁹ Sotto tale aspetto osserva A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1305, che azioni correlate e patrimoni destinati “si pongono quasi in un rapporto di più a meno (più ampio è il << settore >>, meno l’affare ed entrambi sono compresi nell’esercizio dell’impresa sociale)”.

meglio, ai professionisti e consulenti che dovranno tradurre nella pratica la regolamentazione richiesta dal dettato normativo.

Non a caso il legislatore ha fatto riferimento ad un “rendiconto” che è un termine generico di natura giusprivatistica¹²⁰ e che, nel diritto societario, si trova unicamente nella disciplina delle società di persone. Qui esso costituisce un documento di rappresentazione annuale della situazione societaria che è svincolato dai rigidi formalismi a cui è soggetto invece il più complesso bilancio delle società di capitali.

Tuttavia il rendiconto settoriale non costituisce di certo un documento autonomo rispetto al bilancio della società. Al contrario gli elementi contabili di settore dovranno essere conglobati nel bilancio della società ed, eventualmente, in una sua sezione predisposta *ad hoc*¹²¹.

Ne consegue che il rendiconto non potrà che uniformarsi quanto meno ai principi cardine in materia di redazione del bilancio, ossia quelli della chiarezza e quello della rappresentazione veritiera e corretta delle risultanze contabili di settore.

Al fine di scorporare i dati riferiti al settore sarà necessario evidenziarne, soprattutto nella nota integrativa, i costi e i ricavi, separatamente da quelli della società, nonché dettare le regole di natura contabile per determinare con precisione ed esattezza le attività e passività da imputare al settore medesimo.

¹²⁰ Infatti il rendiconto è un termine utilizzato diffusamente in vari istituti privatistici, ad esempio, in tema di tutela (art. 385 c.c.), di successioni (artt. 496, 531, 709, 723 c.c.), di condominio (art. 1130 c.c.), di mandato (art. 1713 c.c.), di cessione di beni ai creditori (artt. 1977 e ss. c.c.) ed, infine, di società di persone (art. 2261 e ss. c.c.). Il rendiconto, genericamente inteso, consiste in una “relazione, giustificata dai necessari documenti, di una gestione o di una amministrazione, affidata per legge, per disposizione del giudice o a seguito di accordi liberamente stipulati, con l’indicazione delle singole voci di entrata e di spesa che vengono appostate in un unico conto (collocazione delle poste o partite del conto), il cui risultato finale (saldo) è fonte di un credito, al pagamento del quale può chiedersi condanna”. Per quanto concerne le società di persone esso ha “anche la funzione di determinare l’utile da distribuire ai soci e pertanto non può esaurirsi in un mero prospetto delle entrate e delle uscite, ma deve necessariamente consistere in un quadro generale della situazione patrimoniale della società, che permetta un raffronto tra la situazione iniziale e quella relativa al momento cui il conto si riferisce” [così B. COMUNALE, in *Digesto delle discipline privatistiche – sez. Civile*, voce “Rendiconto”, Utet, Torino, 2004 (ristampa), vol. XVI, pag. 594 e ss.].

¹²¹ Così anche G. MIGNONE, *op. cit.*, pag. 304.

e) *I diritti di categoria ed, in particolare, il diritto agli utili doppiamente subordinato. La figura dell'amministratore responsabile di settore*

All'autonomia statutaria è stata rimessa ampia libertà anche per quanto concerne la determinazione dei "diritti attribuiti a tali azioni, nonché le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria".

La specialità di tali azioni investe soprattutto i diritti patrimoniali ma è evidente che la genericità della disposizione ha lasciato ampio spazio anche in ordine alla determinazione degli altri diritti azionari.

Tuttavia le caratteristiche più rilevanti della categoria, in quanto tipizzate, concernono il diritto agli utili.

Balza subito agli occhi come esso, in forza del terzo comma dell'art. 2350 c.c., sia sottoposto ad una duplice condizione. Infatti affinché gli azionisti di settore possano percepire un utile, dovrà essere in attivo non solo il settore ma anche l'attività societaria nel suo complesso¹²².

Ciò ad ulteriore conferma che i settori di attività non rappresentano entità distinte ed autonome rispetto all'intera attività societaria, ma ne sono unicamente una sua branca¹²³.

D'altra parte le azioni correlate rappresentano, al pari delle altre azioni, una frazione del capitale con la conseguenza che esse sono comunque sempre esposte ai risultati negativi della società¹²⁴ e, specularmente, le perdite divisionali non potranno essere imputate solo agli azionisti di settore ma andranno spalmate a tutti i titoli azionari¹²⁵.

Più schematicamente agli azionisti di settore non spetterà alcunché nei seguenti casi: 1) la divisione abbia ottenuto un risultato negativo; 2) la divisione abbia conseguito un risultato positivo ma l'intera attività societaria versi in una

¹²² A tal riguardo, sempre G. MIGNONE, *op. cit.*, pag. 303, parla di "doppio utile".

¹²³ In ciò differenziandosi dagli strumenti finanziari dei patrimoni destinati, i cui i diritti patrimoniali maturano in ragione dei risultati positivi dello specifico affare, a prescindere dal risultato complessivo della società (cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1306).

¹²⁴ Cfr. A. COLAVOLPE, *op. cit.*, pag. 1596.

¹²⁵ Così anche C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, pag. 200.

situazione di passività; 3) gli utili di settore siano stati assorbiti per ripianare le perdite prodotte dagli altri comparti o divisioni.

In buona sostanza gli utili di settore sono utili della società dal momento che finiscono nel medesimo coacervo in cui convogliano questi ultimi ed, al contrario, gli utili dei restanti comparti della società non sono invece utili distribuibili per gli azionisti correlati.

Appare quindi evidente come la fisionomia di base di tali azioni, che ne condiziona doppiamente il diritto agli utili, rappresenti un vera e propria limitazione dal punto di vista reddituale e non le renda di certo appetibili¹²⁶.

Come hanno insegnato alcune esperienze straniere¹²⁷, lo potranno diventare nella misura in cui l'autonomia statutaria, avvalendosi della libertà creativa riconosciutale, doti le azioni correlate di diritti aggiuntivi compensativi.

Ad esempio, facendo ricorso alla postergazione, si potrà prevedere che le perdite afferenti a comparti diversi da quello correlato incidano prioritariamente sulle azioni non di settore. Od ancora, riconoscere agli azionisti correlati il diritto di priorità sugli utili non di settore sino ad un ammontare pari agli utili di settore non distribuiti nei precedenti esercizi a causa delle perdite della società nel suo complesso.

Con la conseguenza che detti utili dovranno essere accantonati e non potranno essere distribuiti agli altri azionisti¹²⁸.

Rimanendo nell'ambito dei diritti patrimoniali, il diritto alla quota di liquidazione dovrebbe essere suscettibile, anch'esso, di correlazione dal momento che l'art. 2350 c.c. offre tale possibilità non solo per quanto concerne il diritto agli utili ma, più in generale, in riferimento a tutti i diritti di natura patrimoniale.

¹²⁶ Tant'è che è stato osservato (P. GROSSO, *op. cit.*, pag. 1310) che maggiori garanzie di percepire un dividendo sono offerte dalle azioni (o meglio, dagli strumenti finanziari di partecipazione all'affare) emesso ai sensi dell'art. 2447 bis e ss. c.c.

¹²⁷ G. MIGNONE, *op. cit.*, pag. 303 ricorda, ad esempio, che nell'emissione Optronics fu inserito un meccanismo di compensativo che assicurava ai titolari un dividendo minimo anche in caso di cattivi risultati del comparto.

¹²⁸ Sul punto v. F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 80 il quale richiama anche M. LAMANDINI, *Azioni correlate e patrimoni separati nel progetto di riforma del diritto societario*, inedito, Relazione al Convegno Paradigma di Milano del 12-13 dicembre 2002.

Pertanto anche la quota di liquidazione, al pari degli utili, dovrebbe essere commisurata ai risultati di settore con la conseguenza che le azioni correlate avranno, con tutta probabilità, un valore di liquidazione differente rispetto a quello delle altre azioni, valore che dovrà essere determinato - o comunque desunto - sulla base delle risultanze contabili iscritte nella rendicontazione separata.

Qualora lo statuto non attribuisca particolari privilegi (come si è già accennato per il diritto agli utili), anche la quota di liquidazione delle azioni correlate potrà risentire dell'eventuale andamento negativo della società.

Nulla sembra poi ostare a che la correlazione riguardi uno solo dei due diritti patrimoniali.

Spostando l'attenzione sui diritti amministrativi, già si è detto che essi, stante la formulazione della norma, potranno essere liberamente modulati dall'autonomia statutaria e ciò, considerate anche le molteplici articolazioni previste dalla riforma sul diritto di voto¹²⁹, potrebbe rappresentare un utile strumento per calmierare e bilanciare gli equilibri di gestione della società in rapporto agli interessi di settore¹³⁰.

Discussa è l'ammissibilità di una previsione statutaria che riservi agli azionisti correlati il diritto di nomina e di revoca di quegli amministratori a cui sia affidata la gestione del settore.

In particolare è stato osservato¹³¹ che ciò violerebbe l'art. 2383 c.c., norma ritenuta inderogabile e perentoria, che riserva tale potere esclusivamente all'assemblea.

¹²⁹ Per quanto concerne tale diritto, G. MIGNONE, *op. cit.*, pag. 305 ricorda che nelle esperienze straniere le *alphabet stokes* sono state concepite o prive del diritto di voto oppure con diritto di voto proporzionato, "rapportando cioè il valore del settore a quello della società intera e riconoscendo il voto nella stessa misura". Secondo M. LAMANDINI, *op. cit.*, pagg. 528 - 529, le azioni correlate attribuiscono in genere il diritto di voto nelle assemblee generali e sarà consentito "prevedere almeno taluni meccanismi di <<ridefinizione>> periodica dei diritti di voto attribuiti alle diverse classi di azioni correlate, in modo da tenere conto dell'andamento economico dei singoli settori e da poter far seguire un aumento o una diminuzione del potere di governo della categoria all'aumento o alla diminuzione del rilievo economico del settore nel contesto della situazione patrimoniale e reddituale complessiva della società".

¹³⁰ Cfr. D.U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, pag. 80.

¹³¹ Cfr. A. STAGNO d'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 300.

Anche a volerla condividere, ciò non toglie però che, sul piano gestorio, gli interessi di categoria potrebbero trovare una loro tutela laddove, per espressa previsione statutaria, sia fatto obbligo all'assemblea, in caso di presenza di azioni correlate, di riservare espressamente ad uno o più amministratori la gestione dell'attività di settore¹³².

Infatti l'individuazione specifica del proprio referente di gestione, oltre a responsabilizzare quest'ultimo nei confronti degli azionisti anche nell'ottica di prevenire i possibili conflitti di interessi¹³³ di cui si dirà in seguito, potrebbe comportare una sorta di fidelizzazione di tali amministratori i quali potrebbero essere eletti come veri e propri *responsabili di settore*.

La conseguenza sarebbe che questi ultimi, sebbene non nominati direttamente dagli azionisti di categoria, potrebbero divenire, di fatto, loro rappresentanti titolati all'interno dell'organo di gestione.

Del resto, la distribuzione delle particolari competenze degli amministratori ad opera dell'assemblea che li elegge dovrebbe comportare vantaggi alla società stessa anche da un punto di vista strategico-organizzativo e quindi, si presume, pure economico.

f) I possibili effetti della mancanza di un limite quantitativo

Limiti quantitativi all'emissione di azioni speciali sono previsti unicamente dall'art. 2351 c.c. in riferimento a quelle categorie caratterizzate da una diversa modulazione del diritto di voto.

Nessun limite quantitativo è invece previsto nell'ambito della diversa attribuzione dei diritti patrimoniali. Pertanto, seppur in via di pura ipotesi, nulla

¹³² Anche M. LAMANDINI, *op. cit.*, pag. 529, seppur in termini differenti, ipotizza soluzioni di tutela, sul piano gestorio, degli azionisti correlati. Afferma l'A. che si potranno "apprestare, per la gestione del settore correlato, forme organizzative più complesse di quelle tipizzate dal legislatore (polarizzate sull'attribuzione della funzione gestoria del *day to day management* all'organo amministrativo della società e delle funzioni di controllo del rappresentante comune) le quali se del caso consistano nell'attribuzione di *poteri istitutori* generali ad uno o più <<gestori>> nominati dai possessori di azioni correlate, i quali operino come fiduciari diretti di costoro, seppure sotto il controllo e la direzione strategica (<<l'alta amministrazione>>) dell'organo amministrativo" e, con le dovute differenze, l'A. ne prospetta analogie tipologiche con la disciplina del trust

¹³³ Ed infatti - ricorda anche G. MIGNONE, *op. cit.*, pag. 309 - nell'esperienza francese, l'inserimento nel consiglio di amministrazione di un rappresentante degli azionisti correlati rappresenta una delle misure escogitate per comporre e prevenire i possibili conflitti di interesse.

osterebbe a ritenere ammissibile il caso estremo di una società le cui azioni siano rappresentate unicamente da titoli con specialità soggettiva incidente sui diritti patrimoniali.

Tuttavia sembra potersi prospettare tale ipotesi solo per quanto concerne le azioni in esame dal momento che le altre azioni di pari "tipo" (ad es. azioni privilegiate nella distribuzione degli utili ovvero le azioni postergate nelle perdite) presuppongono sempre, ontologicamente, la compresenza di altre azioni con cui devono rapportarsi per fare valere la propria specialità tipologica.

Va peraltro evidenziato che il caso in cui le azioni della società siano rappresentate unicamente da azioni correlate ad un suo settore è ipotizzabile solo nella misura in cui dette azioni siano dotate dei necessari diritti amministrativi (in particolare quello di voto) che consentano il normale funzionamento della società, pena il suo scioglimento ai sensi dell'art. 2484 n. 3 c.c..

Diversi sono gli effetti dell'ipotesi in questione.

La correlazione degli utili renderebbe necessariamente non distribuibili gli utili diversi da quelli di settore, con l'ulteriore conseguenza che essi dovrebbero essere per forza accantonati a riserve ovvero utilizzati per aumentare il capitale sociale.

Sotto l'altro aspetto, inerente alla liquidazione della quota commisurata ai risultati di settore, si può verificare invece un vero e proprio *empasse di sistema*. Infatti qualora pagati i creditori, i settori di attività non correlati siano in attivo e diano luogo pertanto ad un credito di liquidazione, esso non dovrebbe essere percepibile dai soci, unici e speciali, confinati nei di loro diritti di categoria.

La correlazione del diritto alla quota di liquidazione pare quindi trovare un limite sistematico nella fattispecie appena esaminata.

g) Il rischio del conflitto di interessi

Diversificazione settoriale può significare diversificazione di interessi all'interno della medesima società e da ciò, quasi inevitabilmente, possono scaturire conflitti

di interessi¹³⁴ di natura endosocietaria che si affiancano ai più tradizionali e diffusi conflitti di interesse che possono investire l'organo amministrativo (c.d. conflitti di interessi in senso stretto)¹³⁵.

In effetti le azioni correlate rappresentano un caso vero e proprio di conflitto di interessi fisiologico, connaturato cioè nella struttura stessa della fattispecie ed, anche sotto tale aspetto, la disciplina delle azioni correlate avrebbe forse meritato una maggiore attenzione da parte del legislatore.

Evidente è infatti che gli amministratori, anche in buona fede e non portatori di alcun interesse proprio o di terzi, possano trovarsi di fronte a scelte implicanti, in modo oggettivo, un vantaggio per un settore della società con pregiudizio nei confronti di un altro.

Sotto tale aspetto la diversificazione settoriale operata anche sul piano amministrativo, ad esempio mediante la previsione dell'accennato *responsabile di settore*, potrebbe risultare utile non solo per salvaguardare i diritti degli azionisti correlati, ma anche per evitare la "contaminazione" dei vari interessi esistenti all'interno di una società.

Tanto più che, con la riforma, la responsabilità degli amministratori verso la società ex art. 2392 c.c. deve essere valutata alla stregua della "diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze", ma non solo. Recita infatti, la stessa norma riformata, che la di loro responsabilità solidale può essere esclusa sulla base delle "funzioni in concreto attribuite ad uno o più amministratori".

Pertanto la nuova disciplina sulla responsabilità gestoria ben si concilia con la diversificazione dei compiti all'interno dell'organo amministrativo.

Inoltre eventuali disposizioni statutarie od extrastatutarie - tra società e settore - che, al fine di dirimere e/o prevenire i possibili conflitti di interesse, richiamino gli amministratori a comportarsi secondo buona fede o secondo regole

¹³⁴ La dottrina statunitense lo ha denominato "*tracking stakes context*" come ricorda G. MIGNONE, *op. cit.*, pag. 307 il quale si sofferma diffusamente su tale aspetto.

¹³⁵ Per una recentissima rivisitazione dell'istituto alla luce della riforma: G. M. ZAMPERETTI, "*Il <<nuovo>> conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: problemi sparsi di fattispecie e disciplina*", in *Le Società*, 2005, pag. 1085.

improntate sul “*duty of fairness*” (cioè sul dovere di onestà e correttezza)¹³⁶, appaiono misure blande ed inidonee a perseguire il fine per il quale vengano predisposte.

In caso contrapposizione e/o divergenza di interessi, l’ago della bilancia sarà rappresentato esclusivamente dal primario interesse generale della società, con la conseguenza che gli amministratori saranno tenuti ad effettuare un giudizio di preponderanza per valutare quale di essi meriti di prevalere.

Analogo contegno è richiesto nella nuova disciplina sui gruppi (c.d. “di direzione e coordinamento di società”) di cui agli artt. 2497 e ss. c.c., in cui la politica di gruppo può comportare la possibilità per la *holding* di imporre alle società controllate delle scelte che si rivelino svantaggiose per queste ultime ma convenienti e redditizie per l’intero gruppo¹³⁷.

Ma, nel caso di contrasto settoriale di interessi, la disciplina sui gruppi non sembra poter trovare applicazione¹³⁸, neppure in via analogica in quanto strutturalmente improntata sulla previsione della responsabilità della società capogruppo nei confronti delle proprie controllate.

Né d’altra parte sembra applicabile la disciplina di cui all’art. 2391 c.c.¹³⁹ il cui interesse in conflitto è quello personale degli amministratori ed è quindi esterno alla società.

Viceversa si è visto che, nel caso delle azioni correlate, il conflitto di interessi è intrasocietario e si pone sul diverso piano della responsabilità degli amministratori per gli atti compiuti non a proprio vantaggio, bensì a vantaggio di un segmento di attività con pregiudizio dell’interesse sociale complessivamente inteso.

Non v’è dubbio che vi sia una comunanza di aspetti tra il conflitto di interessi in esame e le discipline di cui a gli artt. 2391 e 2497 e ss. c.c., ma le diversità

¹³⁶ Cfr. G. MIGNONE, *op. cit.*, pag. 309.

¹³⁷ Cfr. A. BADINI CONFALONTERI, in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004, commento sub art. 2497 c.c., pag. 2150 e ss. e P. DAL SOGLIO, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, 2005, Commento sub. artt. 2497 c.c., pagg. 2302 e ss..

¹³⁸ Nello stesso senso anche G. MIGNONE, *op. cit.*, pag. 309.

¹³⁹ Di avviso contrario pare essere G. MIGNONE, *op. cit.*, pag. 309.

strutturali sopra evidenziate ne escludono l'applicazione ai conflitti interni settoriali o compartimentali.

In assenza di una disciplina che possa regolamentarli, la possibile divergenza di interessi settoriale non potrà che essere risolta adottando la decisione che risulti più vantaggiosa e conveniente per la società nel suo complesso.

Gli amministratori saranno pertanto responsabili ex artt. 2392 e ss. c.c. nella misura in cui la loro scelta sia risultata negligenemente lesiva degli interessi della società.

Per potersi liberare, gli amministratori, in caso di disaccordo od anche qualora siano ravvisabili ragioni di mera opportunità, potranno demandare la scelta sull'interesse da privilegiare all'insindacabile decisione dell'assemblea.

Ed, almeno in linea di principio, potrà non essere necessario acquisire il preventivo parere dell'assemblea speciale ex art. 2376 c.c. qualora l'interesse pregiudicato di categoria risulti di "rango inferiore" rispetto all'interesse economico sociale.

4) La specialità delle azioni nel diritto di voto

a) Le azioni prive del diritto di voto

La disamina della specialità azionaria incidente sul diritto di voto non può che essere fatta alla luce della novella del 2003 che ne ha segnato profondamente la disciplina.

L'art. 2351 c.c., norma di riferimento, è stato oggetto di modifiche importanti che non hanno toccato però alcune delle disposizioni cardine.

Tra queste è rimasto immutato il primo comma dell'art. 2351 c.c., secondo cui "ogni azione attribuisce un diritto di voto" e che sancisce e conferma la regola base "*one share one vote*" di natura però solo dispositiva¹⁴⁰ dal momento che il principio, come si vedrà, si presta ad essere variamente derogato.

¹⁴⁰ Così da ultimo, tra gli altri, A. STAGNO d'ALCONTRES, *op. cit.*, Commento sub. art. 2351, pag. 301 ed, *ivi*, ulteriori riferimenti ante e post riforma.

Parimenti, sono stati mantenuti i due limiti già contemplati nella previgente disciplina relativi, rispettivamente, al divieto di emettere, in misura superiore alla metà del capitale sociale, azioni con diritto di voto limitato (2° comma) ed il divieto di emettere azioni a voto plurimo (4° comma)¹⁴¹.

Le novità, invece, sono contenute, per quanto concerne le azioni¹⁴², nel secondo e terzo comma dell'art. 2351 c.c. ove il legislatore ha tipizzato forme speciali di modulazione del diritto di voto.

In particolare con il nuovo 2° comma sono state introdotte le azioni prive del diritto di voto, le azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti e le azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative. Con il terzo comma hanno trovato ingresso, ma solo però per le società chiuse, le azioni con voto massimo e quelle con voto a scalare.

Da una prima generale disamina, ci si accorge che dette specialità volgono tutte verso un restringimento del c.d. voto pieno, espressione del principio cardine sancito dal primo comma dell'art. 2351 c.c., e non verso un suo arricchimento.

La maggiore estensione del diritto di voto è quindi rappresentata dal voto pieno, non essendo previste forme di attribuzioni aggiuntive e/o ulteriori. D'altra parte è stata riconosciuta, anche per le società non quotate, la possibilità di emettere azioni senza diritto di voto. Ne consegue che voto pieno e totale privazione del voto costituiscono le due massime estremizzazioni del diritto in questione¹⁴³.

Nonostante il voto continui pur sempre a rappresentare una componente naturale dell'azione¹⁴⁴, la deroga estrema che può portare alla sua completa esclusione, lo ha di fatto degradato da elemento necessario ad elemento meramente accidentale, quanto meno per la metà del capitale sociale.

¹⁴¹ Per la loro disamina si rinvia al successivo cap. III, par. 2b.

¹⁴² Il rimanente quarto comma, neo introdotto, riguarda infatti gli strumenti finanziari di cui all' art. 2346 c.c..

¹⁴³ Così anche R. LENER – A. TUCCI, *La nuova disciplina delle opa e i poteri della Consob*, in *Società*, 2004, pag. 552. Cfr. anche A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. Comm.* 2004, I, pag. 467 e ss. il quale evidenzia che dalla totale negazione del diritto di voto deriva che "sarà possibile qualsiasi opzione intermedia tra questa situazione estrema ed il suo opposto, costituito, appunto, dall'azione con pienezza di diritto di voto".

¹⁴⁴ Cfr M. NOTARI, *op. cit.*, pag. 544, richiamato anche da F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 49 ed, ivi in nota 81, ulteriori riferimenti dottrinali sia ante che post riforma.

Il diritto di voto, al pari e se non di più degli altri diritti, ha quindi risentito in modo palese del processo di liberalizzazione attuato dalla riforma.

Essa non solo ha aperto gli orizzonti a nuove forme di graduazione del voto, ma ha anche soppresso il principio di necessario bilanciamento tra diritti patrimoniali e amministrativi¹⁴⁵ che si riteneva operante sulla scorta dell'interpretazione del previgente 2° comma dell'art. 2351 c.c.¹⁴⁶.

In particolare, all'eventuale riconoscimento di privilegi patrimoniali doveva accompagnarsi una limitazione del diritto di voto nelle sole deliberazioni di competenza dell'assemblea straordinaria.

E' caduta¹⁴⁷ quindi questa sorta di compensazione forzata tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi (o meglio, diritto di voto) che rendeva la fattispecie *rigida*¹⁴⁸ o, comunque, poco flessibile.

Tra le ipotesi tipizzate, quella più innovativa è rappresentata sicuramente dalla possibilità di configurare azioni speciali del tutto prive del diritto di voto, tanto più che le altre ipotesi possono farsi rientrare tutte nella più vasta gamma delle azioni a voto limitato.

¹⁴⁵ D'altra parte il mancato riconoscimento di un diritto compensativo a fronte dell'esclusione o della limitazione del voto, difficilmente potrà rendere appetibili tali azioni. Non è quindi remoto il rischio che tali azioni, al pari di quelle di risparmio, finiscano col risultare strumenti praticamente inutilizzati.

¹⁴⁶ Fra gli altri M. BIONE, *op. cit.* il quale ravvisava in tale principio un vero e proprio «criterio informatore del sistema».

¹⁴⁷ Seppur isolatamente, di avviso contrario sono F. MARTORANO, *op. cit.*, pag. 137 e A. BLANDINI, *op. cit.*, pag. 477. Quest'ultimo, in particolare, ritiene che, nonostante la soppressione del principio, il bilanciamento dei diritti sia comunque richiesto nel rispetto del più generale principio di parità di trattamento degli azionisti. L'impostazione non pare condivisibile. La diversificazione dei diritti accentuata dalla riforma, fa propendere per un'interpretazione del principio di uguaglianza da intendersi non tanto in senso assoluto, ma piuttosto in senso relativo [cfr. G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.* (Manuale di aggiornamento della 5° edizione alla luce della riforma), pag. 51]. Le novità introdotte non solo nella disciplina propria delle categorie azionarie, ma anche in quella delle azioni in generale (si pensi ad es. alla possibilità consentita dal nuovo terzo comma dell'art. 2346 c.c. di assegnare azioni in modo non proporzionale rispetto ai conferimenti) militano tutte a favore dell'ammissibilità di forme di trattamento diverse tra gli azionisti pur sempre nel rispetto del principio di uguaglianza (relativa) dei diritti degli appartenenti ad una medesima categoria ex art. 2348, 3° comma, c.c.

¹⁴⁸ Cfr. sempre F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 48. Osserva A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 311 come la riforma abbia «abrogato i due limiti contenuti nell'originario art. 2351, rappresentati dal divieto di menomazione del diritto di voto nelle deliberazioni assegnate alla competenza dell'assemblea in sede straordinaria e dalla necessaria compensazione delle limitazioni del voto con il duplice privilegio nella partecipazione agli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società. Questo *duplice elemento di rigidità* (n.d.r. corsivo aggiunto), che nell'ordinamento previgente restringeva entro margini alquanto angusti le deroghe statutarie al principio della spettanza proporzionale del diritto di voto a ogni titolo azionario, è superato dalla nuova disciplina che consente ora di graduare liberamente il diritto di voto su qualunque materia e senza alcun riequilibrio sul versante patrimoniale.

In realtà è ben noto che l'esclusione del voto è una novità solo per le società non quotate¹⁴⁹ dal momento che essa è una prerogativa delle azioni di risparmio contemplate nella disciplina delle società aperte, oggi prevista dal Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria (Tuf.) di cui al d.lgs. n. 58/1998 ed, in precedenza, dalla <<miniriforma>> di cui alla L. 216/1974.

Prima di affrontare le problematiche connesse al coordinamento tra le due discipline, meritano qualche approfondimento gli altri diritti spettanti ai soci privi del diritto di voto.

Sul piano dei diritti patrimoniali, *nulla questio* dal momento che essi, svincolati dal previgente obbligo compensativo, potranno essere variamente combinati sulla base delle possibili soluzioni che l'autonomia statutaria potrà liberamente configurare, seppur sempre nei limiti ed alle condizioni in parte già esaminate in precedenza.

Sul piano dei diritti amministrativi diversi dal voto¹⁵⁰, rimane da verificare la spettanza o meno del diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea ex art. 2367 c.c., del diritto di intervenire in assemblea ex art. 2370 c.c. e del diritto di impugnare le deliberazioni ex art. 2377 c.c. in ordine ai quali la dottrina si era divisa in sede di commento alle azioni di risparmio¹⁵¹.

Quanto agli ultimi due diritti, essi sono stati esplicitamente esclusi dal nuovo dettato normativo il quale, sotto tale aspetto, è risultato quanto mai univoco.

Infatti, in ordine al diritto di intervento, il primo comma dell'art. 2370 c.c. dispone che "possono intervenire all'assemblea gli azionisti *cui spetta il diritto di voto*" (n.d.r. le parole in corsivo sono quelle aggiunte dalla riforma del 2003). Inoltre l'art. 2368 c.c. prevede che "l'assemblea ordinaria è regolarmente costituita con l'intervento di tanti soci che rappresentino almeno la metà del

¹⁴⁹ Anche se F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, III, 2, Padova, 1994, pag. 217 già aveva sostenuto, seppur isolatamente, l'ammissibilità della privazione del voto anche per le non quotate.

¹⁵⁰ Dando per scontata la titolarità di altri diritti come quello di impugnare le deliberazioni nulle, di proporre denuncia al collegio sindacale ex art. 2408 c.c. od al Tribunale ex art. 2409 c.c., di visionare il progetto di bilancio ed i libri sociali.

¹⁵¹ Per i termini del dibattito si rinvia a G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale - Diritto delle società*, 2, V^o edizione, Utet, 2002 (ristampa), pag. 214 nt. 2.

capitale sociale, *escluse dal computo le azioni prive del diritto di voto nell'assemblea medesima*".

E' evidente pertanto che la privazione del voto precluda sia il diritto di intervento¹⁵² sia il computo di tali azioni nel quorum costitutivo.

Per quanto concerne, invece, il diritto di impugnativa, due sono gli elementi che militano per l'esclusione di tale diritto.

Il primo, implicito, dal momento che l'art. 2377 c.c. indica come legittimati attivi, tra la compagine societaria, i soci assenti, dissenzienti od astenuti e quindi, di fatto, tutti soggetti aventi diritto al voto.

Il secondo, letterale, sancito dal terzo comma di tale norma in base al quale "i soci che non rappresentano la parte indicata nel comma precedente *e quelli che, in quanto privi di voto, non sono legittimati a proporre l'impugnativa* hanno diritto al risarcimento del danno loro cagionato dalla non conformità della deliberazione alla legge o allo statuto". Anche in questo caso il dato letterale non lascia adito a dubbi¹⁵³.

Con tali disposizioni è evidente che il legislatore del 2003 abbia decretato l'inscindibile connessione ed interdipendenza tra diritto di voto, diritto di intervento e diritto di impugnativa¹⁵⁴ che, al contrario, alcuni avevano ritenuto indipendenti ed autonomamente esercitabili¹⁵⁵.

¹⁵² Nonostante tutto, pare mettere in dubbio tale esclusione V. SANTORO, commento sub art. 2351 c.c. in A.A.V.V., *La riforma delle società – Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6* a cura di MICHELE SANDULLI e VITTORIO SANTORO, Giappichelli, 2003, pag. 149 il quale afferma: "Rimane, in ogni caso, aperta la questione se tale socio possa almeno intervenire nell'assemblea generale sia nel caso che l'azione sia del tutto priva del diritto di voto sia nel caso in cui si discuta di un argomento per il quale non può esprimere il voto. In senso positivo depongono l'interesse al controllo sulla gestione – sotteso da varie norme pure nel nuovo testo – ma anche la stessa previsione del voto condizionato".

¹⁵³ Da segnalare che anche nella massima della recente sentenza n. 21858 del 22 settembre – 11 novembre 2005 della Suprema Corte (pubblicata in Guida al Diritto del 3 dicembre 2005, n. 46, pag. 34) è stata evidenziata l'inscindibilità tra diritto di voto in assemblea e diritto di impugnazione delle delibere assembleari.

¹⁵⁴ Sul punto M. CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in Giur. Comm. 2004, I, pag. 491 e ss.. Afferma criticamente F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 93: "Ciò comporta per altro verso un aggravamento ulteriore della posizione del socio privo del diritto di voto, considerato che nel sistema della riforma alla privazione di tale diritto consegue il venir meno anche di altri diritti amministrativi, quali il diritto di intervento in assemblea (art. 2370 primo comma c.c.) ed il diritto di impugnare le delibere assembleari (art. 2377 secondo comma c.c.)".

¹⁵⁵ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, v. precedente nota n. 151.

Pertanto ai soci privi di voto che abbiano subito un pregiudizio da una deliberazione non conforme alla legge ed allo statuto non rimane altro rimedio se non l'azione di risarcimento danni prevista dal terzo comma dell'art. 2377 c.c., anche se questo strumento non è parso idoneo a tutelare appieno i soci.

Da una parte, infatti, l'efficacia di tale azione ha suscitato non poche perplessità tra i commentatori della riforma¹⁵⁶ e non v'è dubbio che le carenze messe in evidenza non possano essere in qualche modo compensate dal meccanismo di salvaguardia previsto dall'art. 2376 c.c., inidoneo a tutelare a "trecentosessanta gradi" i diritti dei soci privi di voto.

Se poi si considera che essi, diversamente dagli azionisti di risparmio e dagli obbligazionisti, non hanno un proprio rappresentante comune che possa intervenire in assemblea, è di tutta evidenza il pregiudizio che potrebbero subire.

Pertanto sarebbe risultato quanto mai opportuno riconoscere loro almeno il diritto di intervento che la dottrina classica attribuiva in maniera "indissolubile"¹⁵⁷ a tutti i soci. Del resto tale diritto è espressione del diritto di informazione e di controllo sulle decisioni della società che andava forse riconosciuto, indistintamente, a tutti i soci.

Per quanto concerne il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea ex art. 2367 c.c., non pare discutibile che esso spetti anche ai soci privi di voto, dal momento che il presupposto sancito da tale norma è ancorato solo ad un elemento quantitativo, a prescindere quindi dai diritti di cui gli azionisti sono portatori.

Infatti è richiesto solo che la domanda di convocazione sia inoltrata agli amministratori od al consiglio di gestione da tanti soci che rappresentino almeno il decimo del capitale sociale o la minore percentuale prevista nello statuto.

¹⁵⁶ Tra gli altri, G. GUERRIERI, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, 2005, Commento sub. art. 2377 c.c., pagg. 513 e ss. il quale a pag. 536 afferma: "... e il socio avrà a disposizione, come unico rimedio, l'esercizio di un'azione risarcitoria i cui presupposti – peraltro piuttosto oscuri – difficilmente potranno riscontrarsi in concreto, quantomeno entro i termini di decadenza di cui all'art. 2377, comma 6°, c.c.".

¹⁵⁷ Come ricorda, criticamente, A. BLANDINI, *op. cit.*, pag. 476 richiamando, in particolare, GRAZIANI, *Diritto delle società*, 5° edizione, Napoli, Morano, 1962, pag. 246.

Ma a questo punto è spontaneo chiedersi che senso abbia riconoscere a tali soci la possibilità di richiedere la convocazione di un'assemblea in cui non solo non possono votare, ma non possono neppure intervenire: la risposta non può, chiaramente, che essere negativa.

Senza contare poi che, nelle intenzioni del legislatore manifestate nella relazione al d.lgs. n. 6/03, l'esclusione *tout court* del diritto di intervento per i soci privi di voto sarebbe giustificata dal volere escludere "l'intervento dei nudi proprietari delle azioni"¹⁵⁸.

Se questa era la finalità, non v'è chi non veda come gli effetti della disposizione legislativa ne vadano ben oltre, travolgendo aspetti che il legislatore ha chiaramente dimostrato di sottovalutare¹⁵⁹.

Inoltre l'attribuzione in via statutaria¹⁶⁰ del diritto di intervento e di quello di impugnativa delle delibere assembleari che si volesse ipotizzare sulla base del principio generale di libera determinazione dei diritti azionari sancito dall'art. 2348 c.c., non pare ammissibile¹⁶¹ stante il tenore delle rispettive norme che li prevedono (art. 2370 e art. 2377 c.c.) dal quale, detti diritti, paiono comunque ancorati inscindibilmente al diritto di voto e ciò malgrado le osservazioni critiche appena sopra formulate.

Il diritto di voto funge quindi da vincolo di sistema per l'esercizio degli altri due diritti, vincolo, questo, che pare dettato più che da una scelta consapevole del legislatore, da una certa superficialità con cui sono stati disciplinati tali diritti amministrativi "minori".

¹⁵⁸ Cfr. § della Relazione.

¹⁵⁹ Nel medesimo senso critico A. BLANDINI, *op. cit.*, pag. 476.

¹⁶⁰ Seppur oggetto di successivo approfondimento, vale la pena evidenziare che i diritti amministrativi attribuiti in via ordinaria ai soci potranno essere oggetto, da parte dell'autonomia statutaria, di riconoscimenti aggiuntivi e/o maggiorati, non potendo ritenersi ammissibile una loro derogabilità in *pejus* (così M. NOTARI, *ult. op. cit.*, pag. 552).

¹⁶¹ Di diverso avviso, per quanto concerne il diritto di intervento, è A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 310, sulla base dell'asserito carattere dispositivo della regola posta dall'art. 2370 c.c.. Sennonché dubbi sussistono proprio sull'accennata natura dispositiva della norma. Il dato letterale, secondo cui "possono intervenire all'assemblea gli azionisti *cui spetta il diritto di voto*", sembra dettare una regola secca non suscettibile di deroghe e quindi non sembra potersi condividere la seppur autorevole interpretazione. Peraltro - anche se ciò non possa considerarsi elemento decisivo ed essenziale - non è presente l'inciso utilizzato in gran parte dei casi dal legislatore per far salve le eventuali diverse attribuzioni dell'autonomia statutaria.

b) *L'impatto della riforma sulla disciplina delle azioni di risparmio*

Parlando della disciplina delle azioni prive del diritto di voto, previste dal neo art. 2351 c.c., inevitabile è il parallelismo con la disciplina delle azioni di risparmio di cui agli artt. 145 e ss. Tuf.¹⁶² che, della privazione totale del voto, sono state sempre lo stereotipo. Non solo, ma si pongono problematiche concernenti il raccordo tra le due discipline ed, in particolare, l'impatto della disciplina codicistica su quella del Tuf.¹⁶³

Innanzitutto certo è che, nonostante siano accomunate dall'esclusione del voto, le azioni di risparmio si distinguono dalle azioni prive di voto ex art. 2351 c.c. sotto diversi aspetti, in quanto: 1) possono essere emesse solo da società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione Europea (art. 145, comma 1, Tuf.); 2) devono necessariamente attribuire particolari privilegi di natura patrimoniale (art. 145, comma 2, Tuf.)¹⁶⁴; 3) possono essere titoli al portatore (art. 145, comma 3, Tuf.)¹⁶⁵; 4) godono di una

¹⁶² Ampia è la letteratura. Tra gli altri, in ultimo dopo la riforma del 1998: N. ABRIANI, voce "Azioni di risparmio" in *Digesto Commerciale*, agg., I, Torino, 2000, pagg. 51 e ss; Id. *La <<legge Draghi>> e la nuova disciplina delle società quotate*, Utet, Torino, 1999; U. BELVISO in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA – CAPRIGLIONE, Cedam, Padova, 1998; FERRO – LUZZI, *Le azioni di risparmio: <<vingt ans apres>>*, in A.A.V.V. *La riforma delle società quotate*, Giuffrè, Milano, 1998; D. GALLETTI, *op. cit.* (v. precedente nt. 47); M. NOTARI, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Milano, 1999; R. SANTAGATA, in *Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. CAMPOBASSO, II, Torino, 2001; SEPE, *Le azioni di risparmio. Emissione delle azioni in Testo Unico dell'intermediazione finanziaria* a cura di C. RABITTI BEDOGNI, Milano, 1998, pagg. 767; U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. Soc.*, 2002, pag. 1062.

¹⁶³ Sul problema, molti degli autori già citati ed in particolar modo: N. ABRIANI, *ult. op. cit.*, Commento sub art. 2351 c.c., pag. 317 (par. intitolato *Azioni senza diritto di voto ed azioni di risparmio*); A. COLAVOLPE, *op. cit.*, pag. 1598; G. FERRARINI, *op. cit.*, pag. 3; D.U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, pag. 84; A. BLANDINI, *op. cit.*, pag. 488; M. CIVITELLI, *op. cit.*, pag. 491.

¹⁶⁴ Il d.lgs. n. 58/1998 (Tuf.) ha modificato la disciplina dei privilegi patrimoniali rispetto a quanto prevedeva la previgente L. 216/1974. Con il Tuf. è stata rimessa alla libera scelta delle società emittenti la determinazione del contenuto del privilegio nonché delle condizioni, dei limiti, delle modalità ed i termini per il suo esercizio (art. 145, comma 2). Pertanto il privilegio patrimoniale gode ora di una certa atipicità. Viceversa ai sensi dell'art. 15 della L. 216/1974 il privilegio era dotato di una tipicità specifica dal momento che era prestabilito ex lege: 1) un utile garantito, anche in assenza di una deliberazione di distribuzione di utili, pari al 5% del loro valore nominale; 2) nel diverso caso di deliberata distribuzione di utili, un dividendo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari al 2% del loro valore nominale; 3) all'atto di scioglimento della società, il diritto di prelazione nel rimborso del capitale per il loro intero valore nominale; 4) la postergazione nelle perdite dopo che esse avessero prima intaccato il valore nominale complessivo delle altre azioni.

¹⁶⁵ Peculiarità, questa, che è rimasta però solo sulla carta [tant'è che tale classificazione è stata definita evanescente (N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 319) o quiescente (P. SPADA, *La circolazione della*

specifica organizzazione di categoria a tutela degli interessi comuni essendo a tal fine previsti sia la costituzione di un fondo per le spese necessarie a detta tutela (art. 146, lett. c, Tuf.) sia, soprattutto, la nomina di un proprio rappresentante comune¹⁶⁶ a cui competono i poteri di cui all'art. 147 Tuf.¹⁶⁷.

E' ben noto che con la previsione di una disciplina *ad hoc* delle azioni di risparmio, già a partire dalla <<miniriforma>> introdotta dalla L. 216/1974, si è creata una <<dissociazione tra potere e rischio>>¹⁶⁸ che ha dato origine alla distinzione tra soci imprenditori e soci investitori, i primi interessati alla gestione della società e quindi alla salvaguardia degli assetti interni di potere, i secondi, invece, interessati unicamente ad un'adeguata tutela delle loro aspettative reddituali¹⁶⁹.

In tale contesto le garanzie approntate in favore dei "più deboli" azionisti di risparmio ed, in particolare il riconoscimento di privilegi patrimoniali, rispondono alla doppia funzione, da una parte, di incentivare il finanziamento dell'impresa e, dall'altra, di bilanciare il minor potere che tali azionisti hanno all'interno della compagine sociale¹⁷⁰.

Le azioni di risparmio sono state pensate soprattutto in riferimento a società di grandi dimensioni caratterizzate dalla frammentazione del piccolo azionariato

<<ricchezza assente>> alla fine del millennio, in BBTC, 1999, I, pag. 417)]. Infatti il d.lgs. n. 213/1998 ha obbligatoriamente sottoposto le azioni di risparmio al regime di dematerializzazione assoluta, con la conseguenza che tali titoli azionari circolano mediante trasferimento scritturale per il tramite degli intermediari autorizzati. Se la possibilità di emettere azioni di risparmio al portatore voleva dire garantire l'anonimato sulla loro titolarità nella speranza che ciò potesse sollecitare l'investimento, tale ultima normativa ha reso del tutto vano lo scopo per cui fu prima concessa tale possibilità (in senso critico anche N. ABRIANI, *op. cit.*, sempre a pag. 319).

¹⁶⁶ Da ritenersi ammissibile, a scampo di equivoci, solo nei casi in cui la legge espressamente lo preveda (così anche A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1296).

¹⁶⁷ Provvede all'esecuzione delle deliberazioni dell'assemblea ed alla tutela degli interessi comuni di categoria. A tal fine ha diritto ad intervenire nelle assemblee della società e ad impugnarne le delibere; l'atto costitutivo può prevedere ulteriori attribuzioni; è richiesto poi che l'atto costitutivo preveda le modalità opportune per tenere informato, il rappresentante comune, delle operazioni societarie che possano influenzare l'andamento delle quotazioni delle azioni di categoria.

¹⁶⁸ Così MARASA', *Le società*, Milano, Giuffrè, 2000, pag. 29.

¹⁶⁹ Cfr. N. ABRIANI, in cit. Digesto Commerciale, pag. 51.

¹⁷⁰ Osserva G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 200 che le azioni di risparmio hanno rappresentato, da un lato, un mezzo per soddisfare le esigenze dei soci piccoli investitori attenti a conseguire un utile dalla partecipazione azionaria e, dall'altro, uno strumento offerto alle società per incentivare l'acquisto di quote del loro capitale di rischio da parte del pubblico dei risparmiatori.

che, inevitabilmente, porta ad un'accentuazione del divario tra <<proprietà>> e <<controllo>> della società.

Da quanto sopra, emerge la netta differenza tipologica tra azioni codicistiche prive di voto e azioni di risparmio, differenza, che come si vede, va ben oltre le mere distinzioni di disciplina, affondando le proprie radici anche in ragioni di carattere economico-sociale.

Ciò premesso resta da chiarire se sia o meno ammissibile una loro sovrapposizione e/o coesistenza e quindi se le azioni prive del diritto di voto ex art. 2351 c.c. siano emettibili anche dalle società con azioni quotate o se, al contrario, le uniche azioni senza voto che queste ultime possono emettere siano le azioni di risparmio ex art. 145 Tuf..

I primi commentatori della riforma del 2003, facendo leva sull'inciso d'ingresso del secondo comma dell'art. 2351 c.c. ("Salvo quanto previsto dalle leggi speciali") nonché sulla necessità che nelle quotate la privazione del voto debba essere per forza compensata da un privilegio patrimoniale, hanno ritenuto che, con esso, il legislatore abbia voluto escludere proprio l'emissione, nelle società aperte, delle azioni codicistiche prive di voto¹⁷¹.

Forse anche a fronte di dubbi interpretativi, è stato emanato il recente D.lgs. 6/2/2004 n. 37¹⁷² con cui sono state introdotte le ultime modifiche ed integrazioni ai D.lgs. 5 e 6 del 17/1/2003 nonché, alla luce delle disposizioni riformatrici del codice civile, le norme di coordinamento ed aggiornamento sia del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (Tub) di cui al D.lgs. 1/9/1993 n. 385 sia del Tuf..

In effetti la disciplina delle azioni di risparmio è stata oggetto di alcuni ritocchi da parte del recente provvedimento legislativo che sono risultati però del tutto marginali.

¹⁷¹ Cfr. G. FERRARINI, *op. cit.*; D.U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, pagg. 84-85; V. SANTORO, *op. cit.*, pag. 148; dello stesso avviso pare anche A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pagg. 303-304;

¹⁷² Per una prima disamina del provvedimento: *Il nuovo diritto societario: le integrazioni – Le modifiche ai testi unici bancario e finanziario e al codice civile*, Guida al Diritto, Fascicolo speciale n. 2 del febbraio 2004. ed ivi, per un primo commento, L. TRICOMI, *Per le quotate cresce la trasparenza*, nel citato fascicolo speciale n. 2 di Guida al Diritto del febbraio 2004, pag. 146.

Infatti l'unica modifica rilevante concerne il cambiamento della rubrica della sezione IV del capo II ora intitolata "Azioni di risparmio *ed altre categorie di azioni*" in luogo del precedente "Azioni di risparmio"; all'impianto normativo della sezione IV, invece, non sono state approntate modifiche particolari in quanto esso continua a riferirsi solo ed esclusivamente alle azioni di risparmio (?).

Dal che la sensazione che il legislatore, avvertita l'esigenza di far chiarezza sulla possibilità, anche per le quotate, di emettere categorie azionarie diverse dalle azioni di risparmio, si sia limitato, in modo sbrigativo, a sostituire la rubrica senza intervenire con norme, quanto meno di coordinamento e rinvio, che viceversa, alla luce del cambiamento del titolo, sarebbe risultato quanto mai utile inserire.

Ciò nonostante, non pare possa mettersi in dubbio la possibilità, per le società aperte, di emettere azioni speciali anche diverse da quelle di risparmio, né può negarsi che dette azioni speciali dovranno essere modellate sulla base di quanto previsto dagli artt. 2348 e ss. c.c..

E' evidente però che il d.lgs. 37/04 non ha fornito alcun contributo per risolvere la problematica in esame per la cui soluzione, pertanto, occorre procedere in via interpretativa.

Una parte della dottrina espressasi dopo l'entrata in vigore del d.lgs. 37/04, ha ritenuto ammissibile l'emissione di azioni prive di voto ex art. 2351 c.c. nelle quotate nonché, conseguentemente, la loro coesistenza con le azioni di risparmio¹⁷³.

¹⁷³ In particolare A. BLANDINI, *op. cit.*, pag. 489 il quale afferma: "Ma è forse possibile ritenere che la sola circostanza che vi possano essere due categorie di azioni simili, ma, per quanto si è detto, non identiche, non determini di per sé sola, ed in assenza di un divieto normativo, che la compresenza di entrambe le categorie in una società quotata sia vietata. Né mi sembra che possa parlarsi di <<abrogazione tacita>> della disciplina delle azioni risparmio, posto che differenze tra i due istituti, comunque, sussistono, come abbiamo accennato in precedenza". M. CIVITELLI, *op. cit.*, pag. 507 e ss., ad interpretazione dell'inciso presente nell'art. 2351 c.c., afferma: "Se, invece, quell'inciso viene inteso nel senso che il legislatore ha voluto semplicemente chiarire che è il nuovo art. 2351 c.c. a non modificare la disciplina speciale dettata per particolari categorie di azioni, come le azioni di risparmio, allora ne deriva una perfetta compatibilità tra queste ultime azioni e le azioni senza diritto di voto. Seguendo questa seconda possibilità interpretativa (n.d.r.: a cui l'A. dimostra di aderire), cioè, la ratio dell'inciso potrebbe essere individuata nella volontà del legislatore di escludere, anticipatamente e sovrabbondantemente, ogni

Tale conclusione non pare però condivisibile dal momento che diversi sono gli aspetti che militano a favore dell'opposta soluzione.

In primo luogo, non si può prescindere dall'inciso presente nell'art. 2351 c.c. che pare sancire, in modo inconfutabile, la prevalenza delle disposizioni previste da leggi speciali su quelle codicistiche con la conseguenza che la disciplina del Tuf., in quanto *lex specialis*, dovrebbe prevalere su quella codicistica, in quanto *lex generalis*.

Ma anche a volere prescindere da tale aspetto, tra le due fattispecie vi è un'incompatibilità di fondo costituita dalla necessità che le azioni di risparmio siano accompagnate da un vantaggio patrimoniale, considerato un vero e proprio elemento, per loro ontologicamente indispensabile, di contrappeso alla privazione del voto¹⁷⁴.

Difatti il primo comma dell'art. 145 Tuf. recita che "le società italiane con azioni ordinarie quotate nei mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea possono emettere azioni prive del diritto di voto, *dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale*".

Si badi, peraltro, che la norma, anche dopo la modificazione della rubrica, continua a far riferimento, genericamente, alle "azioni prive del diritto di voto" e non alle azioni di risparmio. Quindi anche sulla sola scorta dell'interpretazione strettamente letterale della norma, alla privazione del voto deve corrispondere per forza un vantaggio patrimoniale¹⁷⁵.

Il fatto che si venga a creare, inevitabilmente, una disparità di trattamento tra azionisti privi di voto nelle società quotate e soci senza voto nelle società chiuse trova giustificazione nella fisiologica maggiore esposizione dei primi al rischio di

dubbio che non sia piuttosto l'art. 2351 c.c. ad incidere sulla disciplina delle azioni di risparmio, consentendo di emettere anche queste ultime senza privilegi patrimoniali". Né pare determinante il rilievo dell'A. in base al quale il legislatore, se avesse voluto escludere le azioni senza voto codicistiche dal novero di quelle emettibili dalle società quotate, lo avrebbe specificato esplicitamente come è accaduto nel terzo comma dell'art. 2351 c.c. per le azioni a voto massimo ed a voto a scalare.

¹⁷⁴ Nello stesso senso A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1302.

¹⁷⁵ Cfr. anche V. CARIELLO – M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, pag. 1469 che affermano: "Quanto alle azioni senza diritti di voto, allo stato pare chiaro che le società emittenti azioni in mercati regolamentati potranno emetterle solo se compensate da privilegi patrimoniali ai sensi dell'art. 145, comma 1°, Tuf. ...".

subire pregiudizi e nell'esigenza di maggior tutela dei mercati regolamentati e degli investitori che operano su di essi.

Non a caso, e forse a ragione, v'è chi ha sostenuto che tale necessario bilanciamento costituisca un vero e proprio limite dell'autonomia statutaria vigente per le società aperte¹⁷⁶. Pertanto ammettere, nelle quotate, l'esistenza di azionisti privi di voto senza riconoscere loro un privilegio patrimoniale significherebbe violare un principio e/o un limite di legge.

D'altro canto ci si potrebbe domandare se le azioni senza voto dotate comunque di privilegio patrimoniale debbano configurarsi per forza (chiaramente sempre nell'ambito delle quotate) come azioni di risparmio o, al contrario, se si possano creare, seppur nel rispetto del predetto limite, categorie a sé stanti.

L'ultima alternativa non sembra rispettare la *ratio legis*. Infatti, se si considera che *tutto* l'impianto normativo delle azioni di risparmio è stato previsto per scongiurare e, comunque, limitare e compensare le possibili conseguenze pregiudizievoli derivanti dalla privazione del voto, ne deriva non solo che alla privazione del voto nelle quotate debba corrispondere un vantaggio patrimoniale, ma anche che debbano necessariamente trovare applicazione gli artt. 145 e ss. Tuf..

D'altra parte, però, non può negarsi l'inversione di tendenza operata dalla riforma¹⁷⁷ laddove, ora, gli elementi di rigidità¹⁷⁸ di disciplina riguardano non più le azioni speciali ex art. 2351 c.c., ma le azioni di risparmio, con il conseguente

¹⁷⁶ D.U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, pag. 85.

¹⁷⁷ Osserva N. ABRIANI, *op. cit.*, Commento sub art. 2351 c.c., pag. 318: "La riforma opera un <<rovesciamento>> della situazione preesistente imponendo alle società quotate maggiori vincoli nell'emissione di azioni prive del diritto di voto: mentre infatti le società non quotate, anche se <<aperte>>, potranno liberamente determinare i diritti incorporati nelle azioni senza voto, le società quotate in mercati regolamentati continueranno a dover ricorrere a tali titoli, quali le azioni di risparmio, la cui disciplina presenta una residua rigidità tanto sul piano del contenuto, richiedendo comunque la dotazione di <<particolari privilegi di natura patrimoniale>>, quanto sul piano organizzativo, determinando l'istituzione di peculiari e indecrogabili strumenti di natura collettiva degli interessi della categoria".

¹⁷⁸ Sul punto N. ABRIANI, *ult. op. cit.*, pag. 319 il quale (richiamando M. LAMANDINI, *op. cit.*, pag. 525) evidenzia che, sotto tale aspetto, lo <<scalino normativo>> tra società non quotate e quotate si è accentuato disattendendo quello che era un obiettivo dichiarato dalla riforma. Cfr. anche V. CARIELLO – M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, pag. 1469 in senso critico sulla disparità di trattamento tra società quotate e non.

rischio, da un punto di vista più prettamente economico, di aggravare la loro già precaria appetibilità dal momento che non hanno avuto il riscontro di mercato che forse ci si attendeva¹⁷⁹.

Per quanto concerne gli altri diritti amministrativi, quali il diritto di chiedere la convocazione dell'assemblea, il diritto di intervento ed il diritto di impugnativa delle deliberazioni assembleari annullabili¹⁸⁰, essi sono regolati dal codice civile non essendo previste dal Tuf. disposizioni particolari. Ne consegue che essi, in quanto dipendenti dal diritto di voto, non potranno spettare agli azionisti di risparmio.

5) Le altre nuove forme di limitazione del voto

La riforma ha inciso profondamente anche sulle combinazioni tipizzate della limitazione del diritto di voto, ampliandone la gamma.

Prima circoscritte alla sola ipotesi di voto in assemblea straordinaria, oggi le forme di limitazione sono state arricchite con la possibilità di avere azioni e con voto limitato a particolari argomenti e con voto sottoposto a particolari condizioni non meramente potestative.

La loro tipicità è evidente, anche se *imperfetta*, dal momento che sarà l'autonomia statutaria a dare loro un contenuto specificando, nell'un caso, gli "argomenti" e, nell'altro, le "condizioni".

Non pare vi siano ostacoli alla fantasia degli operatori. Entro i limiti di ordine generale, non vi sono quindi argomenti intangibili e/o insopprimibili né condizioni (purché non meramente potestative e salvo quanto si dirà in merito all'art. 104 Tuf.) non apponibili.

¹⁷⁹ Osserva R. WEIGMANN, *Luci ed ombre del nuovo diritto societario*, Atti del Convegno di Studi di Alba 22/11/2002, in *Società*, 2003, fasc. 2 bis, pag. 270 e ss.: "Emblematico è il caso delle azioni di risparmio che il Tuf. nel 1998 si ripropose di rilanciare, affidando alle società emittenti il compito di configurare, nel modo più adatto alla loro situazione finanziaria, i privilegi ad essi riservati, ma che da allora non sono state mai più emesse, poiché gli investitori internazionali hanno manifestato una netta preferenza per le azioni che incorporano il classico principio one vote one share".

¹⁸⁰ Per quelle nulle, si sa che la legittimazione spetta, ex art. 2379 c.c., a "chiunque vi abbia interesse".

Del resto il diritto di voto è stato degradato a diritto azionario meramente eventuale e, se ne è ammissibile la totale esclusione, è legittimo ritenere che il suo riconoscimento potrà avere le configurazioni più varie.

a) *Le azioni con diritto di voto limitato a particolari argomenti*

Gli argomenti potranno essere dei più disparati¹⁸¹ e potranno riguardare tanto le materie di competenza dell'assemblea ordinaria ex art. 2364 e 2364 bis c.c. tanto quelle di spettanza dell'assemblea straordinaria ex art. 2365 c.c. ovvero una loro commistione.

Si pensi ad esempio, quanto ai primi, alle deliberazioni concernenti l'approvazione del bilancio, la distribuzione degli utili, il compimento di operazioni sulle azioni, la nomina degli amministratori, del collegio sindacale e della società di revisione, l'azione sociale di responsabilità, l'autorizzazione di acquisto di azioni proprie e della controllante, le autorizzazioni previste dall'art. 2364 n. 5 c.c..

Quanto ai secondi, alle deliberazioni riguardanti la riduzione obbligatoria del capitale ex artt. 2446 – 2447 c.c., gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, la fusione, la trasformazione, la nomina dei liquidatori, la modificazione dell'oggetto sociale.

Inevitabilmente ogni particolare "argomento" configurerà una vera e propria (sotto)categoria¹⁸².

b) *Le azioni con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative*

Per quanto concerne le condizioni a cui subordinare il diritto di voto, l'unica limitazione prevista dall'art. 2351 c.c. è che esse non potranno mai essere *meramente potestative*.

Ai sensi dell'art. 1355 c.c., che definisce la condizione meramente potestativa secondo la disciplina contrattualistica, "è nulla l'alienazione di un diritto o l'assunzione di un obbligo subordinata ad una condizione sospensiva che la

¹⁸¹ Cfr., nelle rispettive *op. cit.*, N. ABRIANI a pag. 314, A. STAGNO d'ALCONTRES, pag. 306, F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 50; F. MAGLIULO, pag. 93.

¹⁸² Cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1293.

faccia dipendere dalla mera volontà dell'alienante o, rispettivamente, del debitore".

Sulla base dell'interpretazione normativa, autorevole dottrina ha osservato che la condizione è meramente potestativa quando una delle parti "può decidere direttamente in ordine al contratto facendo dipendere la sua efficacia o risoluzione dalla semplice manifestazione di volontà della parte"¹⁸³ e, dunque, quando l'efficacia o la risoluzione di un negozio dipenda esclusivamente dall'arbitrio, o – metaforicamente- dal "capriccio"¹⁸⁴, di uno dei contraenti.

In forza di tali principi¹⁸⁵ sarà affetta da nullità la condizione che subordini, in modo espresso od anche implicito, l'accesso al voto, al mero benessere degli organi societari deputati ad accertare l'avveramento della condizione¹⁸⁶; la sua ipotetica previsione non potrà che essere sanzionata con l'attribuzione del voto pieno ai soci pregiudicati¹⁸⁷.

Dunque, perché la condizione sia valida, dovrà avere ad oggetto un avvenimento futuro ed incerto costituito da un fatto o da un atto, interno od esterno alla società stessa, determinato con specificità e chiarezza nello statuto¹⁸⁸.

Sulla base delle prime esemplificazioni prospettate, si potrà prevedere il voto quando non siano stati distribuiti utili per un numero predeterminato di esercizi

¹⁸³ Così C.M. BIANCA, *Diritto Civile*, III, Il contratto (2), Milano, 2000, n. 280, pagg. 547 e ss..

¹⁸⁴ In questi termini A. TORRENTE – P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, Giuffrè, Milano, 1997, pag. 227.

¹⁸⁵ A. BLANDINI, *op. cit.*, pag. 474 rileva l'opportunità di una previsione esplicita che richiamasse il contenuto di quanto disposto dall'art. 1355 c.c..

¹⁸⁶ Che lo statuto dovrà disciplinare. In difetto, osserva N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 316, "a tale compito saranno chiamati in primo luogo i consiglieri di amministrazione (nel sistema dualistico, i consiglieri di gestione), nonché, sulla base delle informazioni da questo ricevute, il presidente dell'assemblea, in sede di accertamento della legittimazione dei presenti e dei risultati delle votazioni". E non v'è dubbio che il soggetto a cui spetta il compito di verificare l'avveramento della condizione sarà soprattutto il presidente dell'assemblea il quale, ai sensi dell'art. 2371 c.c., è tenuto ad appurare la legittimazione dei presenti (e, quindi, ex art. 2370 c.c., dei votanti) in assemblea. Così anche A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1295.

¹⁸⁷ Alla medesima conseguenza dovrebbe portare l'eventuale apposizione di condizioni illecite od impossibili posto che la condizione, ai sensi dell'art. 1354 c.c., dovrà anche essere lecita e possibile (cfr. F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 95).

¹⁸⁸ In questi termini: N. ABRIANI ed A. STAGNO d'ALCONTRES, nelle rispettive *op. cit.*

consecutivi¹⁸⁹ ovvero quando, per il mancato gradimento della società, il socio non abbia potuto vendere le azioni¹⁹⁰.

Dalla formulazione dell'art. 2351 c.c. è evidente che la condizione a cui la norma fa riferimento sia sospensiva posto che, con il suo avveramento, si attiva l'esercizio del diritto di voto prima sopito.

A seconda delle diverse configurazioni del fatto condizionato, l'attribuzione di tale diritto potrà essere piena e definitiva, come nel caso in cui la condizione riguardi le particolari qualità del socio.

In tal caso il suo avveramento comporterà l'estinzione definitiva dell'elemento di specialità e l'accorpamento del titolo nella categoria, se esistente, caratterizzata dal medesimo contenuto azionario.

Viceversa si potranno prevedere condizioni che attribuiscano solo temporaneamente il diritto di voto, come ad esempio nel caso in cui esso sia subordinato al raggiungimento di determinati importi di fatturato o di patrimonio netto o di utili¹⁹¹ (una sorta di *voto intermittente*).

Inoltre, alla luce dell'ampiezza della deroga di cui all'art. 2348 c.c., non sussistono ragioni ostative a che la condizione possa essere anche risolutiva¹⁹².

Nel qual caso il diritto di voto potrà essere attribuito inizialmente pieno o limitato e l'avveramento della condizione potrà comportare, a seconda dei casi, la sua totale privazione o la sua limitazione od, ancora, una sua maggiore compressione rispetto a quella originariamente prevista.

¹⁸⁹ Così, tra gli altri, V. SANTORO e D.U. SANTOSUOSSO, G.F. CAMPOBASSO, F. GALGANO, nelle rispettive *op. cit.*

¹⁹⁰ Ipotesi fatta da V. SANTORO, *op. cit.*, pag. 149. Da segnalare la quadripartizione dei possibili contenuti delle condizioni operata da F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 95 il quale distingue tra condizioni afferenti: 1) l'*azione* (ad es. la condizione dell'avvenuto versamento dei decimi residui pur in mancanza di morosità vera e propria, non avendo la società effettuato la diffida ad adempiere, etc.); 2) la *persona del socio portatore dell'azione* (ad es. la condizione che il socio rivesta determinate qualità soggettive, quali l'appartenenza a determinati gruppi familiari, etc.); 3) la *società* (ad es. la condizione che la società abbia superato o meno determinati standard quali il numero dei soci, determinati importi di fatturato o di patrimonio netto o di utili, etc.); 4) le *situazioni del mercato finanziario* (ad es. la condizione che venga lanciata un'opa).

¹⁹¹ La distinzione è di N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 315 il quale, peraltro, nell'ambito del voto condizionato, annovera pure l'attribuzione del diritto di voto "limitata ad una sola assemblea", anche se tale ipotesi pare rientrare più tra gli *argomenti* di cui si è detto in precedenza.

¹⁹² Cfr. N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 315 e A. PISANI MASSAMORMI, *op. cit.*, pag. 1294.

Deve osservarsi, infine, che se la privazione del voto ha comportato una sua palese degradazione, l'ampia gamma delle forme di limitazione ha inciso sul suo esercizio nel solco di un evidente processo di "sfilacciamento" del diritto di voto, prima caposaldo dei diritti azionari.

c) *La particolare fattispecie di cui all'art. 104 Tuf.*

Il recente D.lgs. 6/2/2004 n. 37 ha introdotto nell'art. 104 Tuf. il comma 1-bis secondo cui "le società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione europea possono emettere azioni *con diritto di voto subordinato all'effettuazione di un'offerta* solo se, per il verificarsi della condizione, sia necessaria un'autorizzazione assembleare ai sensi del comma precedente"¹⁹³.

E' noto che la disciplina dell'offerta pubblica, prima prevista dalla L. 18/2/1992 n. 149 ed oggi contemplata negli artt. 102-112 Tuf., è stata concepita per regolamentare il mercato delle azioni quotate ed, in particolare, per garantire la parità di trattamento nelle acquisizioni societarie dove i titolari del pacchetto di comando, in ragione del peso assunto all'interno della società, potevano beneficiare, sul mercato, di un valore di realizzo delle proprie azioni (c.d. premio di maggioranza) superiore rispetto a quello degli altri soci.

Garante della trasparenza delle operazioni è la Consob a cui sono state devolute ampie funzioni di controllo che esplica mediante un flusso di informazioni ed uno scambio di documenti che coloro che effettuano l'offerta sono tenuti a fornirle.

A salvaguardia della ratio della disciplina, il legislatore del Tuf., con l'art. 104 Tuf.¹⁹⁴, ha poi dettato norme di comportamento (c.d. *passivity rule*) con la quale

¹⁹³ A commento della nuova disposizione: E. CERVIO, *La passivity rule dimentica le opzioni finanziarie*, nel fascicolo speciale n. 2 di Guida al Diritto del febbraio 2004, pag. 136 e ss.; M. GATTI, *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'«autorizzazione di conferma»*, in *Giur. Comm.*, 2004, I, pag. 511; R. LENER-A. TUCCI, *op. cit.*, pag. 550.

¹⁹⁴ Per il commento della norma, prima delle recenti modifiche: CHIAPPETTA, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa – Capriglione, Padova, 1998, II, 969; DESANA, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Torino, 1990, 30; MOSCA, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti – Bianchi, Milano, 1999, I, 288; VELLA, in *Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da Campobasso, Torino, 2002, vol. II, 900.

è stato precluso alla società bersaglio "il compimento di atti od operazioni che possono contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta".

Tuttavia il divieto non è assoluto dal momento che può essere rimosso con apposita deliberazione assembleare per la quale è richiesto, in ogni convocazione¹⁹⁵, il quorum rafforzato del trenta per cento. E' quindi consentito, con tale maggioranza qualificata, che la società bersaglio ponga in essere misure di difesa (ad es. il lancio di un'opa concorrente da parte di eventuali suoi alleati¹⁹⁶) per contrastare l'offerta ostile.

Violano, invece, la ratio della disciplina e sono pertanto considerate illegittime quelle misure che ostacolano in *via preventiva*¹⁹⁷ le offerte, dal momento che ogni decisione, anche sulle eventuali contromisure da adottare, può essere presa dai soci sulla scorta delle informazioni e degli elementi relativi all'offerta solo *dopo* che essa è stata lanciata.

Soltanto in quel momento i soci sono in grado di poter valutare l'offerta alla luce delle condizioni di mercato esistenti, della performance della società e delle sue prospettive di sviluppo.

Le categorie azionarie con voto subordinato all'effettuazione di un'offerta, rappresentano una misura antiscalata preventiva¹⁹⁸, come tale illegittima ed

¹⁹⁵ E' questa l'altra modifica apportata all'art. 104 Tuf. dal decreto correttivo N. 37/04. Infatti la formulazione precedente specificava che il quorum del 30% era richiesto "anche in seconda e terza convocazione". Alla luce della possibilità di prevedere convocazioni ulteriori dell'assemblea, introdotta dal nuovo art. 2369 c.c., era quanto mai opportuno l'adeguamento ed il coordinamento tra le norme (sul punto si rinvia comunque agli autori citati nella nota precedente).

¹⁹⁶ Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 77.

¹⁹⁷ Del resto la Consob, con comunicazione del 29/7/1999 n. DAL/99058868, in merito alla previsione statutaria di conversione delle azioni di risparmio in ordinarie a seguito della promozione di un'offerta diretta ad acquisire il controllo della società, così si è espressa: "è possibile, come attesta l'art. 104 del testo Unico, il ricorso a tecniche di difesa deliberate *successivamente* (n.d.r. corsivo aggiunto) alla promozione dell'offerta, ma tenendo conto delle sue caratteristiche concrete e con deliberazione assunta a maggioranza particolarmente qualificata; non è invece possibile operare statutariamente al fine di limitare *a priori* (n.d.r. corsivo aggiunto) la possibilità che un'offerta venga promossa".

¹⁹⁸ Analogamente ad alcuni strumenti simili utilizzati in paesi esteri quali le *poison pills* statunitensi (v. BIANCHI, *Le tecniche di difesa dalla scalate nella recente esperienza statunitense*, in Riv. Società, 1987, pag. 513), richiamate anche da R. LENER-A. TUCCI, *op. cit.*, pag. 553 i quali osservano: "Non v'è dubbio, peraltro, che anche la categoria delle azioni << con diritto di voto subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative >> si presta ad un uso <<malizioso>> per arginare possibili tentativi di acquisizione ostile del controllo, in modo sostanzialmente non dissimile dalle famigerate *poison pills* dell'esperienza giuridica nordamericana".

inammissibile in quanto in contrasto con la filosofia dell'opa e della passivity rule.

Difatti la specialità azionaria farebbe sì che, a seguito del lancio di un'opa, automaticamente i soci di categoria acquisirebbero il diritto di voto¹⁹⁹ attivando una tecnica difensiva che costringerebbe, peraltro, gli offerenti, ad estendere l'offerta agli azionisti speciali per non perdere l'aspettativa di controllo sulla società bersaglio, con conseguente aumento dei costi di acquisizione²⁰⁰.

Ecco allora che il decreto correttivo N. 37/04 ha cercato di ovviare al problema introducendo la necessità di un'apposita autorizzazione assembleare con cui è demandata alla società la decisione definitiva (c.d. *autorizzazione di conferma*²⁰¹) di attivare o meno la misura antiscalata. Decisione da adottarsi con delibera dell'assemblea ordinaria²⁰² e, per effetto del rinvio al primo comma dell'art. 104 Tuf., con il quorum rafforzato del trenta per cento.

Pare evidente che la fattispecie prevista nel comma 1 bis della norma contempli, in realtà, un diritto di voto *doppiamente condizionato* all'effettuazione dell'opa (ma anche di un'offerta pubblica di scambio²⁰³) ed all'autorizzazione di conferma²⁰⁴ e ciò non può che fungere anche come limite ex art. 2348 c.c. all'emissione di azioni caratterizzate da tale peculiare limitazione.

¹⁹⁹ Che potrà essere variamente configurato (pieno, limitato, etc.) alla luce della riconosciuta ampia libertà statutaria di determinare il contenuto di tale diritto.

²⁰⁰ Cfr. E. DESANA, *Le azioni ed il diritto di voto*, in *La riforma delle società – Profili di disciplina* a cura di S. Ambrosini, Giappichelli, Torino, 2003, pag. 117 e ss., prima del d.lgs. 37/04, ha rilevato (pag. 118): "O ancora si potrebbe pensare ad azioni originariamente prive del diritto di voto che lo acquistano in modo definitivo al verificarsi di un evento determinato (cosiddetto *triggering event*), quale potrebbe essere la promozione o la conclusione di un'offerta pubblica di acquisto; sotto questo aspetto la clausola, benché lecita in base alla nuova formulazione dell'art. 2351, comma 3°, potrebbe costituire un'efficace tecnica di difesa preventiva dalle scalate ostili, di cui occorrerebbe allora vagliare l'ammissibilità alla luce delle regole che governano il mercato del controllo e della disciplina delle offerte pubbliche di acquisto. Gli azionisti titolari di tali strumenti, infatti, una volta iniziata la scalata potrebbero votare sulle misure difensive idonee a contrastare l'offerta ex art. 104 Tuf. Inoltre, l'attribuzione del diritto di voto << innescata >> dal lancio dell'offerta determinerebbe un innalzamento dei costi della stessa dal momento che lo scalatore per acquistare il controllo della società si troverebbe costretto ad estendere ai loro titolari la sua offerta".

²⁰¹ Così come denominata da M. GATTI, *op. cit.*, pag. 512-513.

²⁰² Come conclude sempre M. GATTI, *op. cit.*, pag. 516 dopo avere disquisito sulla natura ordinaria o straordinaria della delibera di conferma.

²⁰³ Così E. CERVIO, *op. cit.*, pag. 138.

²⁰⁴ Osservano R. LENER-A. TUCCI, *op. cit.*, pag. 554: "Per dare un significato alla norma si deve ritenere che il legislatore sia ricorso ad un'espressione brachilogica, che deve essere intesa nel senso che l'emissione di azioni con diritto di voto subordinato all'effettuazione dell'offerta è consentita, nelle

La particolare configurazione della fattispecie trova dunque una sua giustificazione nel pericolo che il voto condizionato introdotto dall'art. 2351 c.c., possa costituire, se non vi fosse il correttivo apportato dal d.lgs. 37/04, uno strumento preventivo di difesa alle offerte ostili in contrasto con lo spirito della disciplina sulle offerte di acquisizione societarie.

6) Le nuove ulteriori varianti del diritto di voto previste per le società chiuse dal terzo comma dell'art. 2351 c.c.: le azioni con voto massimo, le azioni con voto a scalare ed il problema del voto capitario

Il terzo comma dell'art. 2351 c.c. dispone che “lo statuto delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio può prevedere che, in relazione alla quantità di azioni possedute da uno stesso soggetto, il diritto di voto sia limitato ad una misura massima o disporre scaglionamenti”.

Dunque, sempre in deroga al principio generale *one share one vote* (e del meccanismo del voto ponderale), sono state previste²⁰⁵ due ulteriori forme di limitazione del diritto di voto che i soci potranno inserire nello statuto.

Con la prima (c.d. voto massimo) si impone l'inibizione al voto del socio relativamente a quella porzione azionaria di cui è possessore e che, per la sua quantità, superi quella determinata soglia prevista nello statuto²⁰⁶.

Invece con la possibilità di disporre degli scaglionamenti di voto (c.d. azioni con voto scalare) esso viene <<progressivamente limitato al crescere del numero delle azioni possedute da un determinato soggetto>>²⁰⁷.

società quotate, soltanto se per il prodursi dell'effetto (i.e., l'attribuzione o la perdita del diritto di voto) sia necessaria l'autorizzazione dell'assemblea (in sede ordinaria, arg. ex art. 2364 n. 5) con le maggioranze rafforzate di cui all'art. 104 Tuf.”

²⁰⁵ In realtà esse non erano sconosciute nella prassi e la dottrina le aveva già ritenute ammissibili: cfr. A. ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in Riv. Società, 1961, 993; M. CASELLA, *Legittimità del voto a scalare nelle società per azioni*, in Riv. Società, 1973, 428 e più recentemente L. CALVOSA, *La partecipazione eccedente ed i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999. Contra B. VISENTINI, *op. cit.*, pag. 977 che sostiene espressamente la nullità delle relative clausole statutarie che regolamentino tali sistemi di limitazione del voto.

²⁰⁶ Un esempio di clausola statutaria contenente tale limitazione è nell'appendice – tecniche redazionali in F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 148: “Ciascun azionista ha diritto ad un voto per ogni azione; tuttavia ove un singolo azionista (oppure ove l'azionista Tizio) detenga tante azioni che rappresentano una quota del capitale sociale superiore al ...% relativamente alle sole azioni che eccedano tale soglia, non competerà alcun diritto di voto”.

In realtà, tali forme di limitazioni del diritto di voto costituiscono anche forme di *sospensione* di tale diritto dal momento che quest'ultimo viene ad essere congelato a seguito del raggiungimento delle soglie previste dallo statuto e, sotto tale aspetto, paiono sussistere evidenti analogie con il voto condizionato.

Inoltre, poiché il computo di tali azioni non è stato ancorato al concetto di proprietà ma a quello, più lato, di possesso, ne è corollario che dovranno essere calcolate anche le azioni detenute in usufrutto o in pegno ed anche intestate fiduciariamente²⁰⁸.

In tali casi sarà comunque opportuno che le parti di tali rapporti disciplinino l'esercizio del diritto di voto dovendosi ritenere, in difetto, che esso spetti al proprietario dell'azione, nel caso di usufruttuario e creditore pignoratizio²⁰⁹ e, nell'altro caso, alla parte fiduciaria²¹⁰.

A parte le caratteristiche intrinseche, le fattispecie in esame presentano due elementi generali di differenziazione rispetto alle altre forme di limitazione del voto.

²⁰⁷ Cfr. A.A. V.V. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *op. cit.*, pag. 67 e richiamato da F. DIMUNDO, in *op. cit.*, pag. 53. Per meglio comprendere le possibili estrinsecazioni della deroga, sia consentito richiamare ancora la preziosa esemplificazione di F. MAGLIULO, nell'appendice – tecniche redazionali, *op. cit.*, pag. 148: "A ciascun azionista spetta: un voto per ogni azioni relativamente alle prime <numero> azioni possedute; un voto ogni dieci azioni per le successive <numero> azioni possedute; un voto ogni venti azioni per le successive <numero> azioni possedute".

²⁰⁸ Cfr. V. SANTORO, *op. cit.*, pag. 151; N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 330; A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 308; A. BLANDINI, *op. cit.*, pag. 484.

²⁰⁹ Così A. BLANDINI, *op. cit.*, pag. 484.

²¹⁰ Cfr. V. SANTORO, *op. cit.*, pag. 151. Secondo A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 308, nell'ambito dell'intestazione fiduciaria occorrerà distinguere l'intestazione in favore dei soggetti di cui all'art. 22 Tuf. dall'intestazione in favore di soggetti diversi dagli intermediari professionali. Osserva l'A.: "Nel primo caso, stante il fatto che l'esercizio del diritto di voto inerente le azioni per legge deve essere esercitato in conformità alle indicazioni dell'*effettivo titolare*, le clausole non potranno che prevedere che, ai fini del rispetto dei limiti convenzionali, assoluti o relativi, si debba tener conto cumulativamente delle azioni possedute direttamente dal soggetto e di quelle intestate all'intermediario. Nel caso di intestazione fiduciaria in favore di soggetto non qualificato ed in quello di intestazione fiduciaria di azioni non cartolarizzate occorrerà distinguere il caso di intestazione fiduciaria incondizionata, nel quale il fiduciario diviene titolare delle azioni, - rispetto al quale il computo cumulativo delle azioni ai fini dell'applicazione dei limiti di voto non può operare – dalle altre ipotesi, in cui, sulla base della disciplina pattuita con il *pactum fiduciae*, sia stata riservata al fiduciante il diritto di assumere le decisioni relative all'esercizio del diritto di voto, - rispetto alle quali lo statuto potrà prevedere la operatività del cumulo.

In primo luogo, la loro possibile emissione è espressamente riservata alle sole società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, rimanendovi quindi escluse le società aperte.

La diversità tipologica e strutturale delle due realtà societarie costituisce la giustificazione di fondo di tale disparità dal momento che, se la funzione regolatrice degli equilibri degli assetti societari propria delle varianti di voto in commento pare essere uno strumento utile e compatibile con la fisionomia delle società chiuse, lo stesso non potrebbe dirsi per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio.

Infatti nelle prime, caratterizzate dalla mancata apertura ai mercati e da una politica conservatrice della compagine azionaria, il voto massimo e quello a scalare rispondono all'esigenza di evitare prevaricazioni tra uno o più soci e gruppi di soci sugli altri, potendo anche rivestire la funzione di regolare eventuali rapporti familiari o successori²¹¹.

Compatibilmente con la fisionomia di tale tipo di società, le due varianti di voto possono essere anche utilizzate per valorizzare l'elemento personale dei soci a discapito della componente quantitativa della titolarità azionaria²¹².

Viceversa, nonostante alcune critiche²¹³, nelle società aperte, contraddistinte da un mercato azionario più libero e dinamico e quindi da una fisiologica contendibilità degli assetti proprietari, il sistema del voto massimo ed a scalare possono rappresentare un ostacolo ai trasferimenti, svolgendo anche una funzione di prevenzione alle scalate (c.d. *antitakeover*) che, come si è visto, il nostro ordinamento non ammette²¹⁴.

²¹¹ Cfr. V. SANTORO, *op. cit.*, pag. 150.

²¹² Cfr. A. BLANDINI, *op. cit.*, pag. 482.

²¹³ N. ABRIANI, V. CARIELLO – M.S. SPOLIDORO e M. LAMANDINI, nelle rispettive *op. cit.*. In particolare quest'ultimo rileva, tra l'altro, che ciò non consentirebbe alle quotate di adottare la forma della << public company >> nei cui confronti l'esperienza italiana aveva dimostrato interesse.

²¹⁴ Cfr. E. DESANA, *op. cit.*, pag. 121 secondo cui: "Proprio la consapevolezza dell'effetto antisalata di siffatte previsioni ha presumibilmente indotto il legislatore della riforma a circoscrivere la liceità dei limiti al diritto di voto alle sole società << chiuse >>, precludendone implicitamente l'adozione alle società aperte, al fine di garantire, almeno sotto questo profilo, una certa contendibilità delle società che fanno appello al capitale di rischio". Osserva A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 309: "Un mero cenno meritano le ragioni, fin troppo evidenti, che hanno indotto a non estendere alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio la possibilità di porre limiti statuari di carattere assoluto o

In secondo luogo, ed è questo l'altro dei due elementi di differenziazione generale di cui si è fatto cenno, le varianti di voto previste dal 3° comma dell'art. 2351 c.c. non costituiscono una specialità delle azioni e non configurano pertanto categorie²¹⁵ in quanto la loro peculiarità non investe il contenuto dei titoli azionari bensì la posizione soggettiva di "colui che li possiede".

Sono quindi elementi ulteriori che colpiscono tutti²¹⁶ i soci con azioni aventi diritto al voto. Dal che derivano poi due importati conseguenze.

La prima, che tali azioni non dovranno essere computate nella metà del capitale sociale ex art. 2351 c.c., secondo comma²¹⁷.

La seconda, che, con la cessione delle azioni, non si attua alcun trasferimento della limitazione del voto. Difatti è evidente che, a fronte di un'alienazione, si potrà verificare, da una parte, che il cedente riduca il suo pacchetto azionario al di sotto della soglia prevista dallo statuto e riacquisti così il diritto di voto e, dall'altra parte, che il cessionario accresca il numero delle proprie azioni sì da comportare l'applicazione del sistema del voto massimo e/o di quello a scalare.

scalare all'esercizio del voto da parte dei soci. E' fin troppo evidente, infatti, che la previsione di limiti quantitativi all'esercizio del diritto di voto avrebbe come effetto naturale anche quello di limitare, sul piano sostanziale, la contendibilità delle società aperte, scoraggiando o, comunque, rendendo significativamente più ardue, le scalate in borsa".

²¹⁵ Come hanno rilevato pressoché unanimemente i commentatori: N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 330; A. BLANDINI, *op. cit.*, pag. 484; E. DESANA, *op. cit.*, pag. 120; F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 51; F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 97-98; V. SANTORO, *op. cit.*, pag. 150; D.U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, pag. 84; A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 307; A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1296.

²¹⁶ Dibattuta è la possibilità di circoscrivere tali limitazioni solo ad un determinato socio o ad un gruppo di soci. La nega, evocando il principio di parità di trattamento, V. SANTORO, *op. cit.*, pag. 151 il quale sostiene: "Le limitazioni di cui al comma 3 dell'articolo in epigrafe, riguardano la quantità di azioni e non le qualità del socio, sicché non sono ammissibili limiti a carico di un particolare socio, di una particolare categoria di soci, degli appartenenti ad una determinata famiglia, ad un gruppo di imprese, ad un'organizzazione politica o sindacale e così via. In tale senso, dunque, permane il principio della parità di trattamento fra i soci". Di contrario avviso è F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 98, il quale, rilevando la derogabilità del principio con il consenso degli aventi diritto, afferma: "Ma occorre chiedersi se lo statuto possa prevedere che il limite di possesso azionario, oltre il quale non sono riconosciuti diritti al voto, sia legato alla persona di un determinato socio o di un determinato gruppo di soci. Della liceità di una siffatta clausola si è dubitato in relazione al rispetto del principio della parità di trattamento tra i soci. Nondimeno si è visto che tale ultimo principio è derogabile con il consenso degli aventi diritto e pertanto esso si limita ad impedire che la maggioranza possa imporre alla minoranza dissenziente una modifica che operi esclusivamente a danno di quest'ultima. Ne consegue che, ove una determinata disparità di trattamento sia accettata da tutti gli interessati, essa non può considerarsi illegittima". Tale ultima interpretazione pare più convincente anche alla luce del generale principio di ampia derogabilità dei diritti azionari ex art. 2348 c.c.

²¹⁷ Cfr., tra gli altri, F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 51 e V. SANTORO, *op. cit.*, pag. 150.

Infine, la loro previsione ha sicuramente riaperto il problema dell'ammissibilità o meno del voto capitaro o per teste (quindi un voto per ogni socio a prescindere dalle azioni possedute), caratteristico delle società cooperative, nelle società per azioni²¹⁸.

Prima della novella, in cui – come già si è detto - anche il voto a scalare non aveva trovato l'unanimità dei consensi²¹⁹, il principale argomento sollevato a sostegno dell'illegittimità del voto capitaro era rappresentato da una sua pretesa incompatibilità tipologica con la causa lucrativa²²⁰.

Tale argomentazione, anche a voler prescindere dalle pur condivisibili repliche formulate sul punto dalla recente dottrina²²¹, non può che ritenersi ampiamente superata dalle nuove norme e principi in materia di voto.

In primo luogo il voto capitaro, per sua natura, altro non è che una particolare combinazione del voto a scalare o, meglio, la sua massima estremizzazione, per cui il definitivo riconoscimento di quest'ultimo non può che attribuire piena legittimità anche al voto per teste.

In secondo luogo, il voto è ora una componente solo eventuale dell'azione e l'autonomia statutaria è ben libera di disciplinarlo entro i due estremi rappresentati, rispettivamente, dalla privazione totale del voto e dal riconoscimento del voto pieno.

Se sono perfettamente ammissibili azioni che non danno alcun diritto di voto lo dovranno essere anche quelle che riconoscono un diritto di voto - seppur estremamente ridotto - come quello capitaro, in quanto contenuto entro la forbice di tolleranza ora prevista dalla legge all'interno della quale i soci non conoscono limiti se non quello del voto plurimo e quello quantitativo, che non paiono comunque di ostacolo alla previsione del voto per teste.

²¹⁸ Sul punto: A. BLANDINI, *op. cit.*, pag. 485; V. SANTORO, *op. cit.*, pag. 151; F. MAGLIULO, *op. cit.*, pagg. 98-99 i quali, tutti, concludono per l'ammissibilità del voto per teste.

²¹⁹ Cfr. nt. n. 205.

²²⁰ In questo senso L. CALVOSA, *op. cit.*, pag. 193 e ss..

²²¹ In particolare F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 99 il quale, richiamando V. SANTORO, *op. cit.*, pag. 151, afferma: "A tal proposito è stato infatti osservato che la metodologia di attribuzione del diritto di voto non può rappresentare l'unico elemento differenziale tra causa mutualistica e causa lucrativa e che comunque, alla stregua della riforma, l'elemento causale nel fenomeno societario ha assunto un'importanza sempre più ridotta".

7) Azioni a favore dei prestatori di lavoro

a) *Premessa: le fonti del favor legislativo nei confronti della partecipazione dei dipendenti all'impresa*

Nonostante la mancanza di una disciplina organica, il nostro ordinamento prevede diverse norme dirette a favorire la partecipazione dei dipendenti all'impresa ed il di loro accesso al capitale di rischio delle società datrici di lavoro²²². In particolare, a livello codicistico, ne sono espressione:

- l'art. 2349 c.c., in esame, che prevede il possibile riconoscimento di utili ai prestatori di lavoro da effettuarsi mediante l'assegnazione gratuita di azioni;
- l'art. 2358, terzo comma, c.c. che, in deroga ai divieti imposti alla società dai due commi precedenti²²³, stabilisce che essi non si applicano ove le operazioni siano dirette a favorire l'acquisto di azioni da parte dei dipendenti della società o di quelli di società controllanti e controllate;
- l'art. 2441, ottavo comma, c.c. che, in caso di aumento di capitale, prevede la facoltà di escludere il diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione, se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o di società che la controllano o da cui è controllata.

Anche la disciplina delle società quotate prevista dal Tuf. contiene disposizioni significative che, alle luce delle recenti modifiche di raccordo e coordinamento con la riforma della società di capitali (v. il citato d.lgs. 37/04 nonché, in ultimo,

²²² Ricca è l'elaborazione dottrinale in tema di azionariato dei dipendenti. Tra gli altri, prima della riforma: B. VISENTINI, *op. cit.*, pag. 980; M. BIONE, *op. cit.*, pag. 87; C. ANGELICI, *op. cit.*, pag. 85; R. WEIGMANN, voce *Azionariato dei dipendenti*, in *Digesto Disc. Priv. Sez. Comm. II*, 2005 (ristampa), pag. 122 contenente anche diversi riferimenti comparatistici; T. TREU, *La partecipazione dei lavoratori alla economia delle imprese*, in *Giur. Comm.*, 1988, I, 785; P. SCHLESINGER, *L'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, 187; M. BIAGI, *La partecipazione azionaria dei dipendenti tra intervento legislativo e autonomia collettiva*, in *Riv. it. dir. lav.*, 1999, I, 283; G. ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. soc.*, 1998, 1220; TROIANO – VANETTI, *Azionariato ai dipendenti e "stock options": le soluzioni offerte dal diritto delle società*, in *Società*, 2000, pag. 819. Dopo la riforma: F. DIMUNDO, *op. cit.* (commento sub art. 2349 c.c.), pag. 55; P. FIORIO, in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004, commento sub art. 2349 c.c., pag. 278; F. MARTORANO, *op. cit.* (commento sub art. 2349 c.c.), pag. 139; A. STAGNO D'ALCONTTRES, *op. cit.* (commento sub art. 2349 c.c.), pag. 284.

²²³ Rispettivamente, di accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie (primo comma) e di accettare azioni proprie in garanzia, anche per il tramite di società fiduciaria o per interposta persona (secondo comma).

la L. 18/4/2005 n. 62), possono ora ricondursi, principalmente, all'art. 132, terzo comma, Tuf..

La norma, in deroga ai principi imposti dai due commi precedenti²²⁴ in caso di acquisto di azioni proprie e della società controllante, stabilisce che essi non si applicano agli acquisti di azioni proprie o della società controllante possedute da dipendenti delle società emittente, di società controllate o della società controllante e assegnate o sottoscritte a norma degli artt. 2349 e 2441, ottavo comma, del codice civile²²⁵.

Anche a livello costituzionale, le previsioni programmatiche di cui agli articoli 46 e 47 Cost., seppur in un ambito più generico, denotano una sensibilizzazione legislativa nei confronti della partecipazione dei dipendenti all'impresa, partecipazione intesa, da un lato, come un utile strumento per lo sviluppo economico e sociale del lavoro (art. 46) e, dall'altro, per favorire l'accesso del risparmio popolare "al diretto ed indiretto investimento azionario" (art. 47, secondo comma)²²⁶.

Tuttavia il coinvolgimento dei dipendenti nelle imprese non ha avuto, storicamente, un grande successo e, sotto tale aspetto, anche il dettato costituzionale non è andato esente da critiche.

Infatti se da una parte le legislazioni succedutesi nel tempo hanno dimostrato di non tradurre e recepire adeguatamente l'*imput* costituzionale²²⁷, esso, per la sua formulazione ambigua, non ha rappresentato quel caposaldo in cui avrebbe

²²⁴ Il primo comma, così come sostituito dalla recente L. 18/4/2005 n. 62, sancisce che "gli acquisti di azioni proprie, operati ai sensi degli artt. 2357 e 2357 bis, primo comma, n. 1), del codice civile, da società con azioni quotate, devono essere effettuati in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti, secondo modalità stabilite dalla Consob con proprio - emanando - regolamento"; il secondo comma, invece, estende l'applicazione del primo "anche agli acquisti di azioni quotate effettuati ai sensi dell'art. 2359 - bis c.c. da parte di una società controllata".

²²⁵ Seppur in un contesto più generale di *favor* nei confronti dei dipendenti, va annoverato anche l'art. 137, terzo comma, Tuf. che consente l'inserimento nello statuto di norme volte a facilitare la raccolta delle deleghe di voto presso gli azionisti dipendenti. Il d.lgs. 37/04, per ragioni di coordinamento, ha invece abrogato il terzo comma dell'art. 134 Tuf. che rientrava a pieno titolo tra le norme espressione del predetto *favor* legislativo.

²²⁶ Le due norme attengono al problema della "partecipazione finanziaria" dei lavoratori nella sua duplice accezione di azionariato dei dipendenti e di sistemi retributivi collegati alla produttività o alla redditività aziendale. Così P. FIORIO, *op. cit.*, pag. 279 che richiama ALAIMO, *La partecipazione azionaria dei lavoratori. Retribuzione, rischio e controllo*, Milano, 1998.

²²⁷ Come è stato osservato da R. WEIGMANN e M. BIAGI, nelle rispettive *op. cit.*

dovuto forse affondare le radici il fenomeno della partecipazione dei dipendenti all'impresa²²⁸.

La necessità di un loro coinvolgimento è stata avvertita soprattutto a seguito dello sviluppo economico di questi ultimi decenni in cui molta attenzione è stata rivolta allo studio degli strumenti di potenziamento della redditività di impresa.

Del resto l'accesso dei dipendenti al capitale di rischio – e, possibilmente, anche alla gestione dell'impresa – comporta inevitabilmente una loro fidelizzazione che dovrebbe riflettersi sulla produttività aziendale.

A tale esigenza non sono invece risultati sordi molti degli ordinamenti stranieri²²⁹, ma anche la Commissione delle comunità europee che è intervenuta in diverse occasioni richiamando l'attenzione degli stati membri sul problema dell'incentivazione della partecipazione dei dipendenti alle imprese²³⁰.

Ciò nonostante la ragione del mancato ricorso all'azionariato dei dipendenti e, più in generale, il loro mancato coinvolgimento nell'attività di impresa, è da imputarsi, più che ad una carente normazione, soprattutto al perdurante contrasto che anima da sempre i rapporti tra imprese datrici di lavoro e dipendenti.

Il divario ha trovato nella contrattazione collettiva l'unica sede per cercare di comporre le situazioni di conflitto²³¹, ma è evidente che tale contesto ha reso

²²⁸ Gran parte della dottrina, sulla base di un'interpretazione forse più strettamente letterale delle norme, ha escluso la riconducibilità di tali norme quanto meno al problema dell'azionariato dei dipendenti (cfr., nelle rispettive *op. cit.*, TROIANO – VANETTI, TREU, SCHLESINGER e, più recentemente, DIMUNDO, STAGNO D'ALCONTRES).

²²⁹ Si pensi, ad esempio, a quello francese che ha dedicato una specifica ed organica disciplina dei lavoratori nelle *societes anonymes* (v. GUYON, *Droit des affaires*, Paris, 1998) od, ancora, a quello statunitense con la disciplina sulle *stock options*, termine questo che, seppur in modo non del tutto corretto, è entrato a far parte del nostro gergo per individuare le azioni dei dipendenti. Infatti, come è stato osservato (cfr., in ultimo, F. DIMUNDO, *op. cit.* pag. 59 nt.17 e A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 287, nt. 11) le *stock options* individuano, più precisamente, diritti di opzione, attribuiti ai dipendenti, ad acquistare o sottoscrivere le azioni della società a condizioni prestabilite; viceversa le operazioni che prevedono l'attribuzione gratuita di azioni ovvero la facoltà di un loro acquisto immediato prendono il nome, rispettivamente, di *stock grant* e *stock purchase*.

²³⁰ In particolare, la Raccomandazione n. 92/443/CEE del 27 luglio 1992 pubblicata in G.U.C.E. L. 245 del 26 agosto 1992, 53; la Direttiva 2001/86 del Consiglio dell'8 ottobre in G.U.C.E., L. 294 del 10 novembre 2001, 22 (v. commento a cura di P. FIORIO, *Lo statuto della società europea: la struttura della società ed il coinvolgimento dei lavoratori*, in *Giur. It.*, 2003, pag. 828); la Comunicazione del 5 luglio 2002.

²³¹ Sul punto v., tra gli altri, osservazioni di M. BIAGI e R. WEIGMANN nelle rispettive *op. cit.*.

vano ogni tentativo, proprio dell'istituto dell'azionariato, di fidelizzazione dei lavoratori.

Pertanto anche le novità introdotte dalla riforma e di cui si dirà appresso, seppur mirate ad una maggiore apertura delle imprese alla partecipazione dei dipendenti, potranno ottenere risultati solo nella misura in cui siano accompagnate da un mutamento di impostazione dei rapporti impresa-dipendenti.

b) *La disciplina dell'azionariato gratuito ex art. 2349 c.c. e le novità della riforma: le deroghe ed il procedimento*

Nell'ambito del processo di incentivazione di cui si è detto, l'art. 2349 c.c. ne è forse la norma più rappresentativa dal momento che consente alla società di assegnare degli utili, in modo del tutto gratuito, ai prestatori di lavoro.

Utili però che non vengono pagati in natura, ma corrisposti mediante l'emissione di azioni distribuite ai prestatori di lavoro per un ammontare pari a quello degli utili stessi il cui importo costituisce anche la misura del relativo aumento di capitale (evidentemente gratuito).

Con tale eterodestinazione di utili diverse sono le deroghe²³² che si attuano rispetto a norme e principi di diritto societario, deroghe che trovano una loro giustificazione proprio nel *favor* legislativo accordato ai lavoratori di imprese.

In primo luogo si deroga al principio, enucleato principalmente negli artt. 2350 e 2433 c.c., che vede come naturale assegnataria di utili la compagine societaria e non soggetti ad essa terzi come possono esserlo i prestatori di lavoro.

In secondo luogo si deroga al principio di base, desumibile anche dall'art. 2346 c.c.²³³, secondo cui per entrare a far parte di una società occorre effettuare un

²³² Di alcune di dette deroghe fa menzione anche F. MARTORANO, *op. cit.*, pagg. 139-140.

²³³ Per effetto dell'inciso contenuto nel quarto comma dell'art. 2346 c.c. introdotto dalla riforma (recita la norma "A ciascun socio è assegnato un numero di azioni proporzionale alla parte del capitale sociale sottoscritta e per un valore non superiore al suo conferimento. Lo statuto può prevedere una diversa assegnazione delle azioni") è venuto meno, in presenza di apposita disposizione statutaria, il tradizionale principio di necessaria proporzionalità tra conferimenti ed assegnazioni di azioni. L'interpretazione della norma (cfr. G.A. RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo - Patriarca - Presti, Milano, 2003) ha portato a ritenere legittima la figura del socio beneficiario - conferente a cui, per eadem ratio, è assimilabile quella del lavoratore assegnatario di azioni ex art. 2349 c.c..

conferimento a cui, viceversa, i prestatori di lavoro sono, nel caso in esame, esonerati.

In terzo luogo l'art. 2349 c.c., consentendo l'emissione di azioni con peculiarità diverse da quelle esistenti, deroga all'art. 2442 c.c. che, nella pari ipotesi di emissione di azioni gratuite, richiede che quelle di nuova emissione abbiano le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione.

Anche da un punto di vista procedimentale, è presente una deroga.

La riforma, risolvendo peraltro i dubbi interpretativi sollevati in precedenza²³⁴, ha convogliato nell'assemblea straordinaria²³⁵ la competenza a deliberare sia sull'assegnazione di utili²³⁶ sia sull'emissione delle relative azioni ed aumento di capitale.

In tal modo sono stati di fatto derogati, per quanto concerne la prima delle due decisioni, gli artt. 2364-2433 c.c. che riservano all'assemblea ordinaria la competenza sulla distribuzione degli utili.

²³⁴ Dibattuta era la questione se l'assegnazione di utili ai prestatori di lavoro necessitasse di una preventiva e separata deliberazione dell'assemblea ordinaria che autorizzasse l'attribuzione degli utili e con la quale di fatto i soci rinunziavano alla distribuzione degli stessi (ovvero al diritto di opzione) a favore dei dipendenti. A tale impostazione hanno aderito, tra gli altri, FRE'-SBISA', *op. cit.*, pag. 245, M. BIONE, *op. cit.*, pag. 88. Contra C. ANGELICI, *op. cit.*, pag. 93 e ACERBI, *op. cit.*, pag. 1238 - 1239.

²³⁵ Salva la facoltà di delega all'organo amministrativo ex art. 2443 c.c..

²³⁶ E' chiaro che gli utili, eventualmente accantonati a fondi o riserve disponibili, dovranno risultare dal bilancio regolarmente approvato in sede di assemblea ordinaria costituendo, la disponibilità dell'attivo, il presupposto per l'eventuale loro assegnazione ai prestatori di lavoro. Sul punto v. anche P. FIORIO, *op. cit.*, pag. 282 che rileva come "il legislatore della riforma sembra aver chiarito che la deliberazione può essere presa dalla sola assemblea straordinaria, senza la necessità di una preventiva delibera in sede ordinaria che autorizzi la devoluzione degli utili a favore dei dipendenti; l'intervento dell'assemblea ordinaria sembra così limitato alla fase necessaria, ma preliminare e potenzialmente anche estranea alla singola operazione di assegnazione, coincidente con l'approvazione del bilancio e con la decisione di distribuire o meno gli utili". In linea anche F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 106 secondo cui l'approvazione da parte dell'assemblea ordinaria costituisce un presupposto meramente estrinseco dell'assemblea straordinaria chiamata a deliberare sull'assegnazione ai lavoratori. Rileva l'A. che l'impostazione riformatrice attribuisce all'assemblea straordinaria la decisione di utilizzare gli utili. Non sembra possa condividersi (in quanto pare peraltro continuare riferirsi al dibattito pre riforma - v. riferimenti nota precedente) la diversa interpretazione di F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 62 il quale afferma che il procedimento di assegnazione gratuita di azioni ai dipendenti rimarrebbe "articolato in due fasi formalmente distinte ma tra loro strettamente collegate: a) una prima fase, in cui l'assemblea ordinaria dei soci delibera l'imputazione di una quota di utili (ovvero di tutti gli utili) a riserva, vincolata a favore dei dipendenti, ai quali solo "figurativamente" tali utili vengono assegnati; b) una seconda fase, in cui i soci deliberano, in assemblea straordinaria, un aumento di capitale in misura corrispondente agli utili così accantonati, con conseguente emissione di azioni a favore dei prestatori di lavoro". Parrebbe quindi che la decisione di riservare gli utili ai prestatori di lavoro dovrebbe essere adottata in sede di assemblea ordinaria e non straordinaria con ciò violando il nuovo disposto dell'art. 2349 c.c..

Trattasi quindi di una *fattispecie procedimentale complessa* ispirata a salvaguardare, mediante i quorum qualificati richiesti in sede straordinaria, i diritti dei soci privati degli utili²³⁷. A ciò si aggiungano anche ovvie ragioni di economia e speditezza procedimentale.

b-1) *La necessità della previsione statutaria*

Sulla base della nuova formulazione dell'art. 2349 c.c., la possibilità di destinare utili per l'emissione di azioni a favore dei prestatori di lavoro deve essere espressamente prevista nello statuto.

Ove manchi e la società decida di procedere all'assegnazione degli utili e delle relative azioni ai prestatori di lavoro, pare condivisibile l'interpretazione secondo cui non è necessaria una separata deliberazione di modifica dello statuto volta ad inserire un'apposita clausola²³⁸.

Ciò potrà avvenire contestualmente²³⁹ anche in considerazione del fatto che sia la deliberazione ai sensi dell'art. 2349 c.c. (così come è ora previsto alla luce della novella) sia la deliberazione di modifica dello statuto ex art. 2365 c.c. che si renderebbe necessaria per inserire l'apposita clausola, sono entrambe di competenza dell'assemblea straordinaria²⁴⁰.

La previsione statutaria ci dovrà comunque essere con la conseguenza che sarà inammissibile ed annullabile ex art. 2377 c.c. la deliberazione che, anche occasionalmente, disponga ai sensi dell'art. 2349 c.c. senza che si sia modificato, prima o contestualmente, lo statuto.

b-2) *La nozione estensiva di utili assegnabili*

Nessun contributo è stato invece fornito dalla riforma al fine di sciogliere i dubbi circa l'attingibilità di poste di bilancio diverse dagli utili quali, ad esempio,

²³⁷ Cfr. F. MARTORANO, *op. cit.*, pag. 140.

²³⁸ Cfr. P. FIORIO, *op. cit.*, pagg. 282 – 283 ed in nota gli ulteriori riferimenti dottrinali.

²³⁹ Così anche F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 106.

²⁴⁰ Osservano criticamente V. CARIELLO e M.S. SPOLIDORO, *op. cit.*, pag. 1470: "se l'assegnazione gratuita di azioni ai dipendenti richiede un'assemblea straordinaria, è assurdo richiedere che, a monte, vi sia una previsione dello statuto che lo permette". In altri termini, data la competenza dell'assemblea straordinaria, richiedere la necessaria preventiva previsione nello statuto costituisce un di più che sarebbe potuto essere evitato.

riserve ed altri fondi disponibili, come è invece previsto per l'aumento gratuito del capitale ex art. 2442 c.c..

Ancora attuali sono pertanto le considerazioni formulate in dottrina tra le quali merita adesione quella autorevole secondo cui si potranno utilizzare attività diverse dagli utili purché frutto di effettivi incrementi patrimoniali²⁴¹.

Vale la pena evidenziare come, sulla base della precedente formulazione della norma - "in caso di assegnazione straordinaria di utili ai prestatori di lavoro" -, si discuteva se l'assegnazione gratuita potesse rappresentare un metodo alternativo ma non obbligatorio di accesso dei dipendenti all'azionariato ex art. 2349 c.c.. Si era quindi prospettata la possibilità per i dipendenti di acquistare la titolarità di tali azioni speciali anche mediante la corresponsione di denaro.

La nuova formulazione dell'art. 2349 c.c. ha fugato ogni dubbio. E' stata soppressa l'espressione ambigua della norma e sostituita con quella vigente che, seppur in modo implicito, dispone che l'operazione possa avvenire solo gratuitamente²⁴².

b-3) I destinatari della norma

Quanto ai destinatari, la disposizione si riferisce "ai prestatori di lavoro dipendenti dalla società o da società controllate".

Secondo l'interpretazione maggioritaria nell'alveo dei prestatori di lavoro devono ricomprendersi unicamente coloro che sono legati alla società da un rapporto di lavoro subordinato²⁴³.

Tuttavia altri hanno sostenuto la possibilità di ricomprendersi anche coloro con i quali la società abbia in essere rapporti di lavoro parasubordinato, come agenti o

²⁴¹ In tal senso, in una posizione definita "intermedia", R. WEIGMANN, *op. cit.*, pag. 125 nt. 2. Con una visione più permissiva: B. VISENTINI, *op. cit.*, pag. 980 ed ACERBI, *op. cit.*, pag. 1214 c, più recentemente, P. FIORIO, *op. cit.*, pag. 283. Di avviso invece contrario GASPERONI, *Le azioni a favore dei prestatori di lavoro*, in Riv. soc., 1962, pag. 954 e FERRARA - CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 1999, pag. 465.

²⁴² Cfr. F. MARTORANO, *ult. op. cit.*.

²⁴³ Come è stato sostenuto, tra gli altri, da F. DIMUNDO, *op. cit.*, pagg. 63-64 nonché da R. WEIGMANN, *op. cit.*, pag. 125, il quale propende per un'individuazione dei destinatari basata più su di un'interpretazione letterale e restrittiva che fa leva sul carattere eccezionale della norma non suscettibile di applicazione analogica.

collaboratori coordinati e continuativi²⁴⁴ ed i problemi potrebbero complicarsi alla luce della proliferazione delle figure contrattuali di lavoro (tra gli altri, il lavoro a progetto, quello occasionale, quello intermittente, quello ripartito etc...) introdotte dalla recente riforma di cui al d.lgs. n. 276 del 10 settembre 2003²⁴⁵.

Se si considera la ratio dell'intera disciplina intesa ad accordare il privilegio normativo a soggetti alle *dipendenze* della società, ancorando così il diritto ad un presupposto tutto sommato generico, una soluzione intermedia pare essere quella più convincente.

I destinatari della norma potrebbero essere allora non solo i lavoratori legati alla società da un contratto di lavoro subordinato nella sua accezione più stretta, ma anche coloro che siano titolari di altre forme contrattuali, come alcune di quelle recentemente introdotte, che rappresentano spesso l'anticamera per accedere ad rapporto di lavoro subordinato nel senso più tradizionale del termine.

Paiono invece doversi escludere, in quanto peraltro imprenditori autonomi, gli agenti²⁴⁶, le altre figure ad essi assimilabili (ad es. procacciatori di affari) e, più in generale, ogni soggetto che abbia perfezionato con la società forme contrattuali da cui non derivi alcun vincolo di subordinazione²⁴⁷.

²⁴⁴ Cfr. P. FIORIO, *op. cit.*, pagg. 284 – 285 il quale, a sostegno del proprio convincimento, rileva che la norma non farebbe riferimento ai lavoratori subordinati bensì ai prestatori di lavoro “e quindi ad una più ampia categoria di soggetti e ciò in linea con le recenti evoluzioni del mercato del lavoro e della disciplina giuslavoristica. Tale interpretazione (n.d.r. continua l'A.) del resto non sembra nemmeno contrastare con il carattere eccezionale della norma che, consentendo un'eterodestinazione degli utili, altrimenti vietata, sembra voler allineare gli interessi degli azionisti con quelli di un'ampia categoria di soggetti che collaborano nell'impresa, indipendentemente dal fatto che costoro prestino lavoro autonomo o subordinato”. A ciò va replicato che la norma non si riferisce solo ai prestatori di lavoro, ma più specificamente a quelli *dipendenti* dalla società.

²⁴⁵ Per una recente panoramica, tra gli altri: A. CASOTTI – M.R. GHEIDO – D. CIRIOLI – M. BRISCIANI, *Il nuovo lavoro, Mercato, flessibilità e contratti*, II Edizione, Ipsoa, 2005.

²⁴⁶ Anche se dubbi potrebbero prospettarsi in caso di agente monomandatario il cui particolare vincolo contrattuale che lo lega alla società preponente lo avvicina di fatto, sotto diversi aspetti, alla figura del lavoratore dipendente.

²⁴⁷ Per una disamina delle differenze tra rapporto di agenzia e di lavoro subordinato nonché degli elementi tipici di quest'ultimo rapporto cfr. Cass. civ., sez. lavoro, 12/05/2004, n. 9060 secondo cui: “L'elemento distintivo tra il rapporto di agenzia e il rapporto di lavoro subordinato va individuato nella circostanza che il primo ha per oggetto lo svolgimento a favore del preponente di un'attività economica esercitata con organizzazione di mezzi e assunzione del rischio da parte dell'agente, che è legato da un semplice rapporto di collaborazione con il preponente, al quale deve fornire le informazioni utili al fine di valutare la convenienza degli affari, mentre oggetto del secondo è la prestazione, in regime di subordinazione, di energie lavorative, il cui risultato rientra esclusivamente nella sfera giuridica dell'imprenditore, che sopporta il rischio dell'attività svolta. (Nella specie, la S.C. ha ritenuto che il giudice di merito avesse fatto corretta applicazione di tale principio, qualificando come rapporto di lavoro subordinato l'attività

Tra i destinatari dell'art. 2349 c.c. la riforma del 2003, aderendo ad un'interpretazione già presente in dottrina²⁴⁸, ha ricompreso anche i prestatori di lavoro dipendenti di società controllate.

La novità si inserisce in un contesto più generale di sensibilizzazione verso una concezione unitaria dell'impresa²⁴⁹ che ha dato luogo all'introduzione della disciplina sulla "Direzione e coordinamento di società" prevista dagli artt. 2497 e ss. c.c..

Anche sotto tale ultimo aspetto, la mancata estensione ai prestatori di lavoro delle società controllanti²⁵⁰ pare più frutto di un *lapis calami* del legislatore che di una sua scelta consapevole.

Non sussistono infatti ragioni che possono giustificare una siffatta diversificazione. Ne è ulteriore conferma che le altre norme in tema di agevolazione della partecipazione dei dipendenti fanno tutte riferimento a società controllanti e controllate (v. art. 2358, comma 3, c.c., art. 2441, comma 8, c.c., art. 132, comma 3, Tuf.).

In ultimo vale la pena sottolineare che, per espressa disposizione normativa, destinatari della norma rimangono i prestatori di lavoro individualmente intesi.

La riforma, infatti, nonostante i rilievi formulati in dottrina²⁵¹, non ha apportato alcuna modifica in ordine alla possibilità di assegnare gli utili, in alternativa alla forma individuale, ad organizzazioni di gestione (quali, ad esempio, i fondi pensione aziendali²⁵²) che riuniscano in forma collettiva i prestatori di lavoro.

svolta alle dipendenze di una compagnia di assicurazione, in considerazione di indici quali l'inserimento del lavoratore nell'organizzazione aziendale della compagnia, la soggezione alle direttive dell'Istituto, l'obbligo di rispettare un orario giornaliero di presenza in ufficio, la predeterminazione dei clienti da visitare e degli itinerari, l'obbligo di avvisare in caso di assenza, l'obbligo di partecipare a riunioni per riferire sull'attività svolta, il rimborso spese e la copertura assicurativa per malattie e gli assegni familiari, pur in presenza di un diverso "nomen iuris" risultante dalla lettera di incarico).

²⁴⁸ Cfr. M. BIONE, *op. cit.*, pag. 88.

²⁴⁹ Così anche D.U. SANTOSUOSSO, *op. cit.* pag. 79 e F. MARTORANO, *op. cit.*, commento sub art. 2349 c.c., pag. 140.

²⁵⁰ Del medesimo avviso, anche prima della riforma: oltre a M. BIONE, *op. cit.*, pag. 88, ACERBI, *op. cit.*, pag. 1220. Dopo la riforma, tra gli altri: P. FIORIO, *op. cit.*, pag. 284; F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 63.

²⁵¹ Tra cui, principalmente, ACERBI, *op. cit.*, pag. 1236 e M. BIAGI, *op. cit.*, pag. 293.

²⁵² Sull'argomento, per tutti: BESSONE, *Il fondo pensione << azionista >>. Le norme di disciplina generale, il regime della cartolarizzazione delle quote di i.f.r.*, in Riv. dir. impr., 2001, 347 e ss..

b-4) *Sulla configurabilità delle azioni gratuite ai dipendenti come categorie speciali di azioni ai sensi dell'art. 2348 c.c.*

Tradizionalmente le azioni dei dipendenti previste dall'art. 2349 c.c. vengono trattate nell'ambito delle categorie speciali di azioni.

A conforto di tale impostazione è il dato testuale della norma che fa riferimento all'emissione di *speciali categorie di azioni* da assegnare individualmente ai prestatori di lavoro.

Inoltre, stando sempre all'elemento letterale, la loro specialità potrebbe (o dovrebbe?) riguardare la forma, il modo di trasferimento ed i diritti spettanti agli azionisti da regolamentare all'atto di emissione dei titoli od, anche, da predeterminare nella clausola dello statuto che ne consente la diffusione.

Tuttavia secondo l'interpretazione dottrinale pressoché unanime le azioni dei prestatori di lavoro non configurerebbero per forza una categoria dal momento che ciò potrebbe realizzarsi solo qualora fossero dotate di diritti diversi rispetto a quelli delle azioni ordinarie; senonché nulla imporrebbe a che le azioni dei dipendenti possano essere, sotto l'aspetto dei diritti, azioni ordinarie²⁵³.

Pur non condividendo l'interpretazione che individua la specialità azionaria unicamente nella diversità dei diritti rispetto alle azioni ordinarie²⁵⁴, è sì vero che le azioni dei dipendenti, per il sol fatto di essere destinate a questi ultimi, non rappresentano una categoria di azioni²⁵⁵.

Tale peculiarità ne individua – come si è visto - solo la specialità *oggettiva* che non vale, di per sé, ad attivare la disciplina delle categorie ed in particolare l'art. 2376 c.c..

²⁵³ B. VISENTINI, *op. cit.*, pag. 992; GASPERONI, *ult. op. cit.*, pag. 139; M. BIONE, *op. cit.*, pag. 89 e, prima, pag. 47; P. GROSSO, *op. cit. (Categorie di azioni ...)*, pag. 57 a cui hanno aderito, più recentemente, F. MARTORANO, *op. cit.*, pag. 141, F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 66 e P. FIORIO, *op. cit.*, pag. 286.

²⁵⁴ V. precedente cap. I. par. 2) dal titolo "Categorie di azioni: nozione e problemi interpretativi".

²⁵⁵ Così anche M. NOTARI, *op. cit. (Manuale breve)*, pag. 145. Da segnalare tuttavia che, secondo V. ALLEGRI (*Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, Relazione al Convegno "Finanza e mercato nella riforma delle società di capitali" tenutosi il 18 marzo 2004 presso la Luiss e pubblicata in Riv. dir. impr., 2004, pag. 246) l'art. 2349 c.c. dà luogo "ad una vera e propria categoria di azioni, che si caratterizzano come speciali sia in ragione delle modalità di assegnazione, sia in ragione del contenuto dei diritti". Sembrerebbe, pertanto, che secondo l'A. anche la specialità oggettiva sia di per sé idonea a configurare una categoria azionaria.

Prova ne è che la qualità di dipendenti è un presupposto che rileva solo al fine di potere accedere all'azionariato gratuito previsto dall'art. 2349 c.c. e, quindi, rileva solo in quella fase iniziale in cui essi non sono ancora soci.

Una volta assegnate le azioni, essi diventano soci ma la loro qualità di dipendenti, nell'ottica di una loro presunta categorizzazione, perde di ogni valore acquisendo rilievo unicamente le caratteristiche azionarie che saranno attribuite ai titoli a loro assegnati.

Ne deriva che le azioni ex art. 2349 c.c. potranno configurare una categoria a sé stante solo ove siano di *contenuto* diverso rispetto a quello delle altre azioni già emesse dalla società. Saranno invece conglobate in una delle categorie esistenti qualora vi sia una comunanza dei tratti distintivi.

Ed è evidente che gli operatori, così come accade per ogni categoria azionaria e pur sempre nell'ambito del consentito dalla legge (ossia dei famigerati limiti), potranno sbizzarrirsi nel dare contenuto alle azioni dei dipendenti, attribuendo connotati propri delle azioni tipiche con specialità soggettiva e, quindi, con incidenza sui diritti patrimoniali (ad es., con privilegi economici particolari, anche mediante la postergazione nelle perdite ovvero la correlazione ad un determinato settore di attività) e/o su quelli amministrativi (ad es, la privazione del diritto di voto e le sue diverse combinazioni e varianti ex art. 2351 c.c.²⁵⁶).

Alla luce dell'introdotta art. 2355 bis c.c. sarà poi consentito, in deroga al principio di libera trasferibilità, sottoporre la cessione delle azioni a clausole di intrasferibilità per il periodo massimo consentito di cinque anni, a clausole di prelazione, a clausole di gradimento, anche mero, purché con i correttivi statutari previsti sempre dall'art. 2355 bis c.c.²⁵⁷.

²⁵⁶ Cfr. anche A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1303.

²⁵⁷ Cfr. P. FIORIO, *op. cit.*, pag. 287 il quale ipotizza, per quanto concerne il diritto di voto, anche la possibilità di condizionarlo a casi in cui "la società dia segnali di crisi o proceda al licenziamento dei lavoratori" nonché la possibilità di riservare a tali azionisti il diritto di nominare un componente indipendente del consiglio di amministrazione. Sulle possibili combinazioni dei diritti v. anche F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 65 e ss. il quale, tra l'altro, in merito alla possibilità accordata dall'art. 2349 c.c. di prevedere una particolare forma delle azioni dei dipendenti rileva che essa, in considerazione del regime di nominatività obbligatoria dei titoli azionari (ed in effetti ciò è sancito in diverse normative speciali, in ultimo dalla riforma fiscale di cui al D.P.R. 29/9/1973 n. 600), è solamente teorica potendo

8) Azioni di godimento

a) *La disciplina ed i diritti azionari*

Le azioni di godimento²⁵⁸, previste dall'art. 2353 c.c., sono state introdotte con lo specifico scopo di tutelare quegli azionisti le cui azioni siano state rimborsate in anticipo, mediante ammortamento eseguito con gli utili, in forza di riduzione reale (o per esuberanza) del capitale sociale²⁵⁹ con cui le azioni vengono solitamente annullate per sorteggio²⁶⁰.

Infatti, sulla base di tale operazione, a tali azionisti viene rimborsato il solo valore nominale²⁶¹, quasi sempre notevolmente inferiore rispetto a quello effettivo o reale.

Per compensare il pregiudizio economico subito, a tali soci vengono assegnate le c.d. azioni di godimento che, salvo diversa previsione statutaria, non danno diritto di voto in assemblea, ma attribuiscono, in ogni caso, diritti patrimoniali *postergati* rispetto a quelli delle altre azioni.

Infatti gli azionisti di godimento concorrono nella ripartizione degli utili che residuano dopo il pagamento alle azioni non rimborsate.

“concretarsi soltanto nell' assegnazione ai dipendenti di azioni di risparmio nominative, pur in presenza di azioni della medesima categoria circolanti al portatore”.

²⁵⁸ A commento, tra gli altri, ante riforma: C. ANGELICI, *op. cit.*, pag. 233; M. BIONE, *op. cit.*, pag. 91; G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 219; B. VISENTINI, *op. cit.*, pag. 991, S. PATRIARCA, *Le azioni di godimento*, Milano, 1992, P.G. MARCHETTI, *Verso la riscoperta delle azioni di godimento?*, in Riv. soc., 1996, pag. 891; Post riforma: N. ABRIANI, *op. cit.* (commento sub art. 2353 c.c.), pag. 349; V. ALLEGRI, *op. cit.*, pag. 247; F. DIMUNDO, *op. cit.* (commento sub art. 2353 c.c.), pag. 111; F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 108; V. SANTORO, *op. cit.* (commento sub art. 2353 c.c.), pag. ; A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.* (commento sub art. 2353 c.c.), pag. 320.

²⁵⁹ Anche se la norma – come rileva N. GASPERONI, *op. cit.*, pag. 186 - si riferisce ad ogni ipotesi di rimborso di azioni a prescindere dalle modalità con cui esso viene attuato.

²⁶⁰ Ricorda M. BIONE, *op. cit.*, pag. 92 (v. in nota n. 160 gli ulteriori riferimenti dottrinali risalenti nel tempo) che gli origini e la ratio dell'istituto risalgono alla prassi diffusasi all'inizio del diciannovesimo secolo nel settore delle società concessionarie di pubblici servizi ed è sulla scia di tale prassi che si ritenne opportuno disciplinarle nel codice civile (cfr. Relazione del Guardasigilli n. 958).

²⁶¹ Qualora ai sensi del nuovo art. 2346 c.c. le azioni siano “senza valore nominale” esso potrà comunque essere determinato mediante la divisione del capitale sociale per il numero di azioni possedute. Come è stato rilevato anche nella Relazione al D.lgs. n. 6/03 tale novità comporta unicamente un diverso metodo di calcolo per la quantificazione della partecipazione, non più basato sul valore bensì sul numero di azioni possedute (c.d. valore contabile). Tale opportunità dovrebbe rispondere all'esigenza di semplificare le operazioni sul capitale (aumento e riduzione) e le operazioni sulle azioni (raggruppamento e frazionamento). Tuttavia si è visto come il valore nominale, qualora non sia indicato, sia un elemento che, seppur inespresso, sia facilmente determinabile, tant'è che si è osservato che sarebbe più corretto parlare di azioni “senza indicazione del valore nominale” piuttosto che di azioni “senza valore nominale” [cfr., tra gli altri, F. DIMUNDO, *op. cit.* (commento sub art. 2346 c.c.), pag. 5].

Ad essi spetta un dividendo pari all'interesse legale e, nel caso di liquidazione, concorrono nella ripartizione del patrimonio sociale residuo dopo il rimborso delle altre azioni al loro valore nominale.

In questo modo si è voluto garantire il rispetto del principio generale della parità di trattamento consentendo agli azionisti rimborsati di partecipare alle plusvalenze del valore reale rispetto al valore nominale del capitale²⁶².

Mentre i diritti amministrativi, anche per effetto dell'inciso iniziale della norma, sono diversamente modulabili con la possibilità di configurare il diritto di voto alla stregua delle combinazioni ora previste dal nuovo art. 2351 c.c.²⁶³, quelli patrimoniali indicati dall'art. 2353 c.c. devono essere considerati diritti inderogabili²⁶⁴ o quanto meno devono essere considerati un *minimum* funzionale a ristabilire l'equilibrio violato tra i soci.

b) *La natura azionaria e la configurazione di categoria*

Data la particolare natura e funzione delle azioni di godimento, si è dubitato che esse costituissero vere e proprie azioni.

L'argomento che più ha fatto traballare la loro natura azionaria è la loro pretesa mancanza di valore nominale posto che esso, a seguito della riduzione del capitale, sarebbe già stato restituito mediante il suo rimborso anticipato.

²⁶² Così, in ultimo, F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 111. Tale aspetto è stato evidenziato più marcatamente da G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 219 e da S. PATRIARCA, *op. cit.*, pagg. 41 e ss., ma anche da M. BIONE, *op. cit.*, pag. 93 che rileva: "si può quindi affermare che l'emissione di azioni di godimento presidia, in un rapporto di mezzo a fine, quel diritto alla parità di trattamento che il meccanismo del sorteggio, pur nella sua imparzialità, non può realizzare totalmente".

²⁶³ Per quanto concerne gli altri diritti amministrativi valgono le osservazioni formulate in precedenza al par. 4) del presente capitolo. In particolare si è visto che, alla luce della riforma, il diritto di intervento in assemblea ex art. 2370 c.c. ed il diritto di impugnare le deliberazioni assembleari ex art. 2377 c.c. spettano solo ove sia riconosciuto il diritto di voto. Ne prescindono invece il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea ex art. 2367 c.c., il diritto di denuncia al collegio sindacale ex art. 2408 c.c. ed al Tribunale ex art. 2409 c.c. in quanto ancorati al presupposto oggettivo costituito da una data aliquota di capitale sociale.

²⁶⁴ Così M. BIONE, *op. cit.*, pag. 95. Per completare il quadro dei diritti spettanti agli azionisti di godimento è da ritenersi che ad essi spettino anche il diritto di opzione ex art. 2441 c.c. (cfr., tra gli altri, G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 219 e C. ANGELICI, *op. cit.*, pag. 247) nonché il diritto di assegnazione di nuove azioni in caso di aumento gratuito del capitale (cfr. M. BIONE, *op. cit.*, pag. 97).

Ne conseguirebbe, da una parte, che esse non potrebbero (più) rappresentare una frazione del capitale sociale²⁶⁵ e, dall'altra, che esse non sarebbero (più) supportate da alcun conferimento da parte dei loro titolari²⁶⁶.

Ma così non è dal momento che le su esposte argomentazioni paiono viziate sotto un duplice aspetto.

In primo luogo esse traggono origine dal fatto che il valore nominale rappresenterebbe un elemento ineluttabile della partecipazione sociale posto che esso ne costituirebbe l'unico parametro di misurazione.

Senonché il valore nominale, come è stato confermato dal neo art. 2346, commi 2 e 3, c.c. e come era stato già osservato anche in precedenza, "non è che *una delle possibili modalità* di misurazione dell'entità della partecipazione azionaria (...omissis) potendosi piuttosto determinare i diritti degli azionisti in ragione del *numero delle azioni*, siano esse azioni non rimborsate o azioni di godimento, nella misura in cui si tratti di posizione giuridiche spettanti alle une e alle altre"²⁶⁷.

Pertanto, per determinare i diritti - intesi sotto l'aspetto quantitativo - degli azionisti di godimento, non si dovrà avere riguardo alla quota del capitale bensì alla quota di partecipazione sociale risultante dal rapporto tra azioni possedute ed azioni complessivamente emesse.

Sotto altro aspetto, va evidenziato come la disciplina prevista dall'art. 2353 c.c. non comporta l'estinzione del rapporto originario tra società e socio. Esso

²⁶⁵ Cfr. ASCARELLI, *Azioni senza valore nominale*, in Dir. fall., 1950, I, 133 secondo cui le azioni di godimento, in ragione del già avvenuto rimborso dell'apporto non rappresentano più una frazione del capitale. Per una posizione intermedia, con una diversificazione dei casi, v. N. GASPERONI, *op. cit.*, pag. 186. Più recentemente, per una disamina delle diverse posizioni: S. PATRIARCA, *op. cit.*, pagg. 61 e ss. e G. FIGA' TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Milano, Giuffrè, 2001, pag. 38 e ss..

²⁶⁶ Cfr. F. DI SABATO, *op. cit.*, pag. 182.

²⁶⁷ Così FIGA' TALAMANCA, *op. cit.*, pag. 40 il quale rileva altresì (pag.41): "Sicché, quando la società abbia emesso azioni di godimento, il valore nominale delle azioni finisce per divenire inutilizzabile per la misurazione dei diritti sociali, almeno ogni volta che si tratti di diritti cui concorrono gli azionisti di godimento".

continua²⁶⁸, ma a condizioni diverse concretando, quindi, una sorta di novazione, seppur solamente parziale, delle obbligazioni fondate sul rapporto societario.

Pertanto alle azioni di godimento deve attribuirsi, ad ogni effetto di legge, natura di azioni e non pare possa nemmeno trascurarsi il dato letterale della norma che si intitola, per l'appunto, "azioni di godimento".

Inoltre sulla base della prospettata classificazione delle categorie²⁶⁹, già si è detto che esse sono l'esemplificazione di azioni tipiche a *specialità mista* dal momento che coniugano caratteri distintivi sia delle azioni con specialità soggettiva, ossia incidente sui diritti azionari per eccellenza (diritti patrimoniali e/o amministrativi), sia delle azioni con specialità oggettiva caratterizzate cioè dalle particolari ragioni che ne hanno provocato l'emissione.

Tuttavia, così come si è osservato per le azioni ex art. 2349 c.c., anche per le azioni di godimento è la diversità di contenuto rispetto a quello delle azioni già in circolazione che fa sì che esse possano costituire una categoria a sé stante²⁷⁰.

c) L'impatto della riforma ed il problema irrisolto di applicabilità della fattispecie alla riduzione del capitale per perdite

Forse a causa della scarsa applicazione pratica, la disciplina delle azioni di godimento, se si eccettua il (solito) ritocco lessicale con cui l'espressione "atto costitutivo" ha lasciato il posto a "statuto", non è stata oggetto di riforma da parte della novella del 2003 e ciò nonostante alcuni problemi interpretativi connessi all'applicazione della norma.

Si è visto che quelli relativi ai diritti spettanti agli azionisti hanno, in buona parte, trovato soluzione sulla scorta delle modifiche apportate dalla riforma con particolare riferimento al diritto di voto, al diritto di intervento ed al diritto di impugnativa ex art. 2377 c.c..

²⁶⁸ M. BIONE, *op. cit.*, pag. 95 osserva: "maggiormente convince, infatti, l'opposta opinione di chi, muovendo dalla constatazione che non si tratta di azioni create *ex novo* quanto invece di azioni modificate nel loro contenuto a seguito del rimborso ...".

²⁶⁹ V. precedente cap. I, par. 2).

²⁷⁰ Osserva B. VISENTINI, *op. cit.*, pag. 991: "Le azioni di godimento (... omissis) costituiscono una categoria di azioni non per il fatto dell'avvenuto <<rimborso>> (... omissis), bensì per la speciale loro disciplina in ordine al riparto degli utili e del saldo netto di liquidazione ed eventualmente del voto".

Irrisolta è rimasta, invece, la questione sollevata circa la possibilità o meno di emettere tali azioni anche in caso di riduzione del capitale per perdite²⁷¹.

La riforma, tuttavia, ha fornito nuovi spunti che potrebbero far propendere per una soluzione positiva del problema.

V'è chi ha fatto leva sull'accresciuta autonomia statutaria nell'emissione dei titoli azionari²⁷² e chi, invece, sulla nuova formulazione dell'art. 2445 c.c. che, non facendo più riferimento alla riduzione del capitale esuberante bensì - più genericamente - alla riduzione del capitale sociale, ha ampliato così le ipotesi di riduzione volontaria²⁷³.

Ciò nonostante, continuano a meritare adesione le argomentazioni formulate in precedenza dalla dottrina, peraltro dominante, espressasi per la non estensibilità dell'art. 2353 c.c. in caso di riduzione del capitale per perdite.

Su tutti, valga il rilievo secondo cui la disciplina delle azioni di godimento è finalizzata a riequilibrare una disparità di trattamento tra gli azionisti che, come è stato osservato²⁷⁴, non sussiste in caso di riduzione di capitale per perdite dal momento che queste vengono spalmate indistintamente (a parte i titolari di azioni

²⁷¹ Favorevoli F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Utet, 1999, pag. 182; FRE', *Società per azioni cit.*, pag. 227; P.G. MARCHETTI, *ult. op. cit.*, pag. 891. A sostegno di tale convincimento è stato osservato (DI SABATO), tra l'altro, che "se si pensa che la perdita è il risultato contabile di una situazione patrimoniale in cui l'attivo immobilizzato è valutato a costi storici (art. 2426, n. 1 c.c.), si deve convenire che vi può essere una plusvalenza dell'attivo a valori di mercato, anche in presenza di una perdita rispetto al capitale nominale". Di contrario avviso, tra altri, C. ANGELICI, *op. cit.*, pag. 237 e ss.; M. BIONE, *op. cit.*, pag. 97; G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 219 (nt. 1) S. PATRIARCA, *op. cit.*, pag. 72 e ss.; B. VISENTINI, *op. cit.*, pag. 981 i quali, sostanzialmente, rilevano che nella riduzione di capitale per perdite, salvo il caso di azioni postergate nelle perdite, non vi è alcuna disparità di trattamento da compensare dal momento che le perdite si spalmano proporzionalmente su tutti i soci: non sussiste pertanto alcuna necessità di "rimborso", presupposto per l'emissione delle azioni di godimento.

²⁷² Cfr. V. SANTORO, *op. cit.*.

²⁷³ In questo senso pare A.A.V.V., ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *op. cit.*, pag. 68 secondo cui le azioni di godimento sarebbero attribuibili ai soci le cui azioni siano state rimborsate a seguito di riduzione volontaria del capitale (e quindi, sembra, non per forza nella sola ipotesi di riduzione per capitale esuberante). Anche N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 350 rileva che il nuovo disposto dell'art. 2445 c.c., consentendo di deliberare la riduzione anche in ipotesi diverse dall'esuberanza del capitale rispetto al conseguimento dell'oggetto sociale, ha ampliato i termini della nozione di <<rimborso>> che costituisce il presupposto per l'emissione delle azioni di godimento. Più in particolare l'A., in merito allo specifico problema dell'ammissibilità di tali azioni in caso di riduzione del capitale per perdite, ritiene che la riforma ne abbia attenuato sensibilmente il rilievo applicativo "in quanto consente di conseguire gli obiettivi sottesi all'applicazione estensiva dell'istituto ricorrendo all'emissione degli strumenti finanziari previsti dall'art. 2346, ult. co., c.c."

²⁷⁴ M. BIONE, *op. cit.*, pag. 94.

postergate nelle perdite) tra tutti i soci, in proporzione alla quota di partecipazione da ciascuno di essi detenuta.

In altri termini si tratta di un'operazione che presuppone un pregiudizio economico per tutta la compagine societaria e non solo per alcuni dei soci, venendo così a mancare quello che è da ritenersi uno dei requisiti essenziali per l'applicazione dell'art. 2353 c.c..

9) Azioni riscattabili

a) *Gli aspetti preliminari: le fonti ed il riscatto*

Novità del panorama azionario sono le azioni riscattabili, introdotte dalla riforma con l'art. 2437 sexies c.c.²⁷⁵ e caratterizzate da un potere di riscatto da parte della società o dei soci.

Primaria loro fonte legislativa è l'art. 39²⁷⁶ della Seconda Direttiva CEE del 13 dicembre 1976 che ha previsto la facoltà per gli stati membri di emettere tale tipologia azionaria di cui molti paesi stranieri già si sono avvalsi²⁷⁷.

²⁷⁵ Per i primi commenti, tra gli altri: M. CALLEGARI, in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004 (commento sub art. 2437 sexies c.c.), pag. 1444 e ss.; S. CARMIGNANI, in *La riforma delle società – Commentario del d.lgs. 17/1/2003 n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 2003 (commento sub art. 2437 sexies c.c.) pag. 902 e ss.; D. GALLETTI, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, 2005 (commento sub. art. 2437 sexies c.c.) pagg. 1634 e ss.; A. PACIELLO, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. Nicolini e A. Stagno d'Alcontres, Jovene, 2004 (commento sub. art. 2437 sexies c.c.) pag. 1145 e ss.; M. VIETTI, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, Giuffrè, Milano, 2003 (commento sub. artt. 2437-2437 sexies c.c.) pag. 422 e ss.; F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 109; C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, pag. 195.

²⁷⁶ Il cui testo recita: "Qualora la legislazione di uno Stato membro autorizzi le società ad emettere delle azioni riscattabili, essa stabilisce per il riscatto di tali azioni almeno il rispetto delle condizioni seguenti: a) il riscatto deve essere autorizzato dallo statuto o l'atto costitutivo prima della sottoscrizione delle azioni riscattabili; b) queste azioni devono essere interamente liberate; c) le condizioni e le modalità del riscatto sono fissate dallo statuto o dall'atto costitutivo; d) il riscatto può essere effettuato soltanto con le somme distribuibili in conformità dell'articolo 15, paragrafo 1 o con i proventi di una nuova emissione effettuata per tale riscatto; e) un importo pari al valore nominale o, in mancanza di valore nominale, al valore contabile di tutte le azioni riscattate deve essere incorporato in una riserva che non può essere distribuita agli azionisti, tranne in caso di riduzione del capitale sottoscritto; questa riserva può essere utilizzata solo per aumentare il capitale sottoscritto mediante incorporazione di riserve; f) la lettera e) non si applica quando il riscatto è avvenuto mediante i proventi di una nuova emissione effettuata ai fini di tale riscatto; g) quando, in seguito al riscatto, è previsto il versamento di un premio agli azionisti, tale premio può essere prelevato soltanto dalle somme distribuibili in conformità dell'articolo 15, paragrafo 1, o da una riserva diversa da quella di cui al punto e) che non può essere distribuita agli azionisti, tranne in caso di riduzione del capitale sottoscritto; questa riserva può essere utilizzata solo per aumentare il capitale sottoscritto mediante incorporazione di riserve, per coprire le spese di cui all' articolo 3, lettera j) o quelle delle emissioni di azioni o di obbligazioni o per effettuare il versamento di un premio a favore dei detentori delle azioni o delle obbligazioni da riscattare; h) il riscatto è oggetto di pubblicità effettuata

Dal semplice raffronto della disciplina di cui all'art. 2437 sexies c.c. e delle indicazioni comunitarie emerge un recepimento solo parziale da parte del nostro legislatore.

Stando alla Relazione illustrativa del d.lgs. 6/03, la loro previsione sarebbe giustificata dalla particolare utilità che esse avrebbero dimostrato in quelle circostanze in cui "la partecipazione del socio si spiega alla luce dei rapporti extrasociali, per esempio di lavoro o di fornitura"²⁷⁸.

Infatti, nonostante la sua mancata espressa previsione, il riscatto azionario ha trovato diffusione, spesso associato alle prestazioni accessorie ex art. 2345 c.c., per regolamentare particolari rapporti tra soci e società, non senza creare però contrasti soprattutto a livello giurisprudenziale.

Contrasti che si sono risolti a favore della sua legittimità, riconosciuta anche nei diversi contributi dottrinali concentratisi soprattutto intorno ad un noto caso sottoposto all'attenzione delle aule di giustizia milanesi nell'anno 1982²⁷⁹.

secondo le modalità previste dalla legislazione di ciascuno Stato membro, in conformità dell'articolo 3 della direttiva 68/151/CEE".

²⁷⁷ Si pensi, ad es., alle *redeemable shares* inglesi, alle *einziehung* tedesche, alle *rachat* francesi, alle *accoes preferenciais remiveis* portoghesi (cfr., ivi ulteriori riferimenti, D. GALLETTI, *ult. op. cit.*, pag. 1634, nt. 1, F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 110, nt. 115 e, più diffusamente, L. CALVOSA, *La clausola di riscatto*, Giuffrè, Milano, 1994, pagg. 65 e ss.).

²⁷⁸ Così il § 4.2 della Relazione Ministeriale.

²⁷⁹ Oggetto di tale controversia (Corsi & Partners s.p.a. / Reinsurance Brokers) fu la legittimità di una clausola inserita nello statuto di una società con cui essa, al fine di regolamentare il rapporto con un proprio dirigente, dopo avere deliberato la creazione di una categoria speciale di azioni a fronte dell'attribuzione a quest'ultimo di azioni con prestazione accessorie contro pagamento del solo valore nominale ed obbligo di prestare la propria attività lavorativa, deliberò una modifica dello statuto per inserire una clausola che riconosceva all'impresa la facoltà di *riacquistare* le azioni in caso di *interruzione per qualsiasi causa* della prestazione accessoria. Con decreto 17 aprile 1982 il Tribunale di Milano ebbe a dichiarare l'illegittimità di quest'ultima clausola (di riscatto) e, successivamente la Corte d'Appello di Milano, con provvedimento 25/6-14/7/1982 emesso in sede di reclamo, ebbe a riformare la decisione impugnata. Basti in questa sede evidenziare che il Tribunale di Milano fondò la propria decisione principalmente sulla base di due argomentazioni. Da una parte fu rilevato che l'unica ipotesi di riscatto consentita dalla legge fosse quella prevista dall'art. 2357 (ora 2357 bis, n. 1) c.c. in caso di riduzione del capitale sociale. Ipotesi, questa, che, in quanto ritenuta di carattere eccezionale, non sarebbe stata passibile di applicazioni diverse, estensive o/o analogiche. Dall'altra, fu eccepito che il riscatto realizzava l'esclusione del socio che, in quanto ancorata *all'interruzione per qualsiasi causa della prestazione accessoria*, finiva col violare gli artt. 2344 e 2345 c.c. che, viceversa, consentono tassativamente l'esclusione solo in caso di inadempimento delle obbligazioni facenti carico al socio e concernenti, rispettivamente, l'obbligo di conferire il dovuto (art. 2344 c.c.) e (cfr. COTTINO, *Diritto commerciale*, I, Padova, 1976, pag. 571 nt. 173) l'obbligo di eseguire le prestazioni accessorie dedotte in contratto (art. 2345 c.c.). La Corte di Appello, dal canto suo, ha ritenuto invece legittima la clausola sul presupposto sia della sostanziale diversità della clausola rispetto all'istituto dell'esclusione del socio e sia su quello per cui la configurazione di detta clausola si configurava come un atto di autonomia privata

Nel sistema previgente il codice civile conosceva un'unica ipotesi di riscatto (legale) in ambito societario, ossia quello finalizzato alla riduzione del capitale sociale mediante annullamento delle azioni (prima ex art. 2357 c.c. e, successivamente, ex art. 2357 bis, n. 1 c.c. che non è stato però oggetto di modifiche da parte della recente novella).

Sotto la spinta delle interpretazioni dottrinali e giurisprudenziali citate nonché, probabilmente, delle esperienze maturate in altri ordinamenti, la riforma ha dato un più ampio spazio allo strumento del riscatto, ampliandone i margini di applicazione.

Indubbiamente la norma in esame ne è l'espressione più lampante, ma non possono essere dimenticate alcune fattispecie che, seppur non parlano espressamente di riscatto, ne concretizzano in ogni caso i suoi effetti tipici.

Si pensi all'art. 2355 bis c.c. che subordina l'efficacia delle clausole di mero gradimento e limitative della circolazione delle azioni mortis causa all'obbligo di acquisto delle azioni da parte della società o dei soci, in alternativa al diritto di recesso: trattasi, questa, di un'ipotesi di riscatto obbligatorio per consentire all'azionista di uscire dalla società.

Od ancora, agli artt. 2505 bis c.c. e 2506 ter c.c. in tema, rispettivamente, di fusione e scissione, che richiedono la previsione statutaria di un diritto dei soci della incorporata a far acquistare le loro azioni alla incorporante²⁸⁰.

E' evidente che l'art. 2437 sexies c.c. costituisce la norma di riferimento in tema di riscatto ed è altresì evidente che la genericità della sua formulazione apre la

conforme al <<complesso di norme imperative che definiscono l'essenza della società per azioni>>. Le due contrastanti decisioni hanno offerto lo spunto per interessanti osservazioni dottrinali, sostanzialmente aderenti alla conclusione della Corte di Appello: cfr. G.B. PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in Riv. soc., 1982, II, pag. 763; G. PRESTI, *Le clausole di riscatto nelle società per azioni*, in Giur. Comm., 1983, II, pag. 397; G. CARCANO, *Riscatto di azioni ed azioni riscattabili*, in BBTC, 1983, pag. 507; V. PENNACCHIO, *Riacquisto di azioni con prestazioni accessorie e diritti individuali dei soci*, in Giur. di merito, 1983, pag. 593.

²⁸⁰ Cfr. A. PACIELLO, *op cit.*, pag. 1146.

via, accanto alle su esposte ipotesi di riscatto legale, anche ad ipotesi atipiche²⁸¹ di riscatto convenzionale²⁸².

Stando al tenore della norma, allo statuto sono concesse due diverse alternative.

La prima concernente l'oggetto del riscatto che può essere rappresentato da tutte le azioni ovvero solo da alcune di esse.

La seconda concernente invece i legittimati attivi ad esercitare il riscatto individuati nella persona dei soci o nella società, anche se deve ritenersi pienamente ammissibile riconoscere ad essi una facoltà cumulativa e non per forza "rigidamente alternativa"²⁸³.

Quanto all'oggetto, è l'art. 2437 sexies che prevede la creazione di una categoria speciale ammettendo, implicitamente, che ciò sarà necessario solo ove un gruppo di azioni sia assoggettabile al riscatto²⁸⁴.

La riscattabilità a cui la norma si riferisce è una qualità afferente le azioni e non i diritti azionari. Sono cioè le azioni, tutte od una parte di esse se raggruppate in categoria, che sono sottoposte ad un potere di riscatto "esterno" in quanto attribuito agli altri soci od alla società. In altre parole non sono i titolari delle azioni riscattabili ad essere i titolari del diritto di riscatto.

Ne consegue che mentre nel recesso vi è coincidenza tra colui che ha diritto a recedere e colui che esce dalla società, al contrario, nel riscatto, vi è una dissociazione di tali soggetti dal momento che il titolare del diritto di riscatto è persona diversa da colui che esce dalla società.

²⁸¹ O forse, più correttamente ed abusando sempre della felice definizione data da G.B. PORTALE (v. precedente nt. 58), *tipiche a contenuto atipico*.

²⁸² Sulla configurazione giuridica della clausola di riscatto (cfr., più diffusamente, L. CALVOSA, *op. cit.*, pag. 115), in essa è stata ravvisata una proposta irrevocabile rivolta dal socio alla società ovvero un contratto di opzione od, ancora, un contratto preliminare unilaterale (v., anche per ulteriori riferimenti dottrinali e giurisprudenziali, G. PRESTI, *op. cit.*, pag. 400 – 401, nt. 9). Più recentemente ricorda M. CALLEGARI, *op. cit.*, pag. 1445 che "si riteneva che, con l'adesione all'inserimento, il singolo si impognasse ad offrire in opzione le azioni al verificarsi di determinati presupposti. In questo senso, si assisteva ad un <<meccanismo tecnico-procedimentale di stipulazione, da parte della società o dei soci, di un contratto di compravendita di azioni in seguito ad un patto di opzione tra azionista e società-soci, subordinato al verificarsi della condizione sospensiva costituita dal venir meno di determinate caratteristiche personali>>" (cfr. S. CARMIGNANI, *op. cit.*, pag. 902).

²⁸³ D. GALLETTI, *op. cit.*, pag. 1635 ed A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1308.

²⁸⁴ Nel medesimo senso A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1307.

Se dunque le azioni ex art. 2437 sexies c.c. non vanno ad incidere sui diritti puramente azionari e se si sposasse la tesi più restrittiva – e qui non condivisa – che solo la loro diversità è idonea a configurare una categoria speciale, la riscattabilità non potrebbe rappresentare un elemento idoneo alla costituzione di una categoria ex art. 2348 c.c..

Tuttavia, conformemente a quanto si è osservato, la riscattabilità pare in ogni caso creare quella diversità di *contenuto* delle azioni ex art. 2348 c.c. che legittima, anche agli effetti di cui all'art. 2376 c.c., la configurazione di categoria nell'unico caso, però, in cui il potere di riscatto sia attribuito ai soci²⁸⁵ non potendosi, diversamente, ipotizzare qualora esso spetti alla società²⁸⁶.

Nessun dubbio di configurazione di categoria vi sarebbe qualora si ritenesse ammissibile riservare il potere di riscatto solo ad alcuni soci, andando così ad incidere su diritti prettamente azionari.

Seppur sulla base di un'interpretazione rigidamente normativa, la fattispecie non sembrerebbe però configurabile dal momento che il potere riscatto è previsto, dall'art. 2437 sexies, *solo* per la società e/o i soci in genere²⁸⁷.

Da un punto di vista sistematico, deve osservarsi che il legislatore, sebbene la norma disciplini e si intitoli "azioni riscattabili", non ha provveduto a collocarla nella sezione V ("Delle azioni e di altri strumenti partecipativi")²⁸⁸, ma ha optato per un suo inserimento nell'ambito della disciplina del recesso²⁸⁹ con la quale si

²⁸⁵ Cfr. D. GALLETTI, *op. cit.*, pag. 1635.

²⁸⁶ Lo ammette, invece, F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 114.

²⁸⁷ Di avviso contrario pare A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1308 sulla base della distinzione, non contemplata dalla norma, tra <<azioni riscattanti>> ed <<azioni non riscattanti>>, ritenuta dall'A. ammissibile sulla scorta dei principi generali di libera determinazione del contenuto delle azioni ex art. 2348 c.c.. Sotto altro aspetto è stato osservato (D. GALLETTI, *op. cit.*, pag. 1637) che l'ipotesi concretizzerebbe una personalizzazione dei diritti contrastante con il carattere capitalistico della s.p.a..

²⁸⁸ Tale collocazione non è andata esente da critiche. V. ALLEGRI, *op. cit.*, pag. 247, ad es., afferma: "Come è stato autorevolmente osservato, l'art. 2437 sexies (...omissis) è stato, con scarsa coerenza dal punto di vista della *sedes materiae*, inserito non tra le norme che regolano le azioni di categoria, ma in quelle inerenti il diritto di recesso, solo perché a tale istituto si fa riferimento ai fini della determinazione del valore ai fini del riscatto".

²⁸⁹ In tema di recesso D. GALLETTI, *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000 ed, alla luce della riforma, Id. in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, 2005 (commento sub. artt. 2437 e ss. c.c.) pagg. 1472 e ss..

pone in linea di continuità soprattutto in ragione dell'applicazione dei richiamati artt. 2347 ter e 2347 quater c.c..

Un'ulteriore giustificazione di tale allogamento può ravvisarsi anche nell'affinità tra i due istituti²⁹⁰ in ragione sia della comune applicazione delle norme appena citate sia per il fatto che costituiscono entrambi forme di *exit* dalla società.

Come il recesso, anche il riscatto è poi un diritto potestativo²⁹¹ che risponde principalmente all'esigenza che la società rimanga "chiusa"²⁹². Nel contesto di tale sua funzione esso è stato anche definito, seppur in riferimento all'ipotesi prevista dall'art. 2357 bis, come "ritiro forzato di azioni"²⁹³.

Si è già accennato che la differenza tra le due fattispecie risiede soprattutto nel fatto che nel recesso l'iniziativa di *exit*, ossia di scioglimento unilaterale del rapporto, viene presa dal socio recedente ossia da colui (socio recedente) che esce dalla società, mentre nel riscatto questi è il soggetto passivo dal momento che l'iniziativa, a seconda della configurazione del diritto, può essere presa dalla società o dagli altri soci.

La differenza tra recesso e riscatto potrebbe assottigliarsi, sino quasi ad annullarsi, qualora si ritenga legittimo configurare il riscatto non come un *potere* da parte della società o degli altri soci, bensì come un *obbligo*²⁹⁴ facendo scaturire, specularmente, un "diritto ad essere riscattati" in capo agli azionisti proprietari dei titoli passibili di riscatto²⁹⁵, con la conseguenza che anche a loro competerebbe una legittimazione attiva.

²⁹⁰ In questo senso D. GALLETTI, *op. cit.* pag. 1636.

²⁹¹ Cfr. F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 115 che richiama, alla nt. 133, B. CARPINO, *La vendita con patto di riscatto*, in Tratt. Dir. Priv. diretto da P. Rescigno, II Torino, 1984, pagg. 264 e ss. e L. CALVOSA, *op. cit.*, pag. 155 e ss..

²⁹² Cfr. A. PACIELLO, *op. cit.*, pag. 1146.

²⁹³ Cfr. G.B. PORTALE, *op. cit.*, pag. 765. Pare poi condivisibile l'osservazione (S. CARMIGNANI, *op. cit.*, pag. 903) in base alla quale il riscatto andrebbe inteso come "ritiro forzoso" nella sola ipotesi legale prevista dall'art. 2357 bis c.c.; viceversa nelle diverse ipotesi convenzionali, previste dallo statuto, si concretizzerebbe più propriamente l'effetto del "riacquisto" da parte della società e solo in tal caso troverebbero applicazione i richiamati artt. 2347 ter e 2347 quater. Tuttavia, sostiene l'A., sussistono fondate argomentazioni che depongono per il ricorso a tali norme in tutte le fattispecie di riscatto.

²⁹⁴ Come ipotizza A. PACIELLO, *op. cit.*, pag. 1147.

²⁹⁵ Ciò pare trovare conferma nelle esemplificazioni offerte da F. MAGLIULO, *op. cit.* (Appendice - tecniche redazionali), pag. 152 - 153 in cui le clausole che attribuiscono il diritto di riscatto del socio vengono strutturate come un diritto di *ottenere* il riscatto delle proprie azioni. Ha osservato D. GALLETTI, *op. cit.*, pag. 1636: "L'opzione in capo al titolare delle azioni riscattabili certo renderebbe

Senonché l'ipotesi non pare convincente non solo in quanto finirebbe con l'alterare la natura del riscatto creando anche una sorta di sovrapposizione con il recesso ed una confusione tra i due istituti, ma soprattutto perché il dato normativo non pare consentirla.

Non va dimenticato che l'art. 2347 sexies c.c. parla esclusivamente di *potere di riscatto* e pure il suo titolo – “azioni riscattabili” – fa intendere che, dal riscatto previsto dalla norma, possa derivare solo un diritto potestativo e non un obbligo ad eccezione, ovviamente, delle diverse ipotesi di riscatto obbligatorio e/o di obbligo di acquisto previste dalla legge (v. artt. 2355 bis, 2357 bis e 2505 bis c.c.).

Per quanto concerne i presupposti del riscatto, sebbene la formulazione brachilogica dell'art. 2437 sexies c.c. non lo preveda espressamente, non sembra potersi negare che esso debba essere collegato a condizioni specifiche, oggettive e predeterminate²⁹⁶ dal momento che solo così è possibile scongiurare un esercizio arbitrario e discrezionale di tale diritto da parte dei suoi titolari²⁹⁷.

Del resto la necessità di una siffatta previsione è conforme a quanto stabilito dalla Seconda Direttiva, art. 39 lett. c) che impone l'enunciazione statutaria “delle condizioni e modalità di riscatto”. Il riscatto *ad nutum*, pertanto, non sembra un'ipotesi praticabile²⁹⁸.

arduo discriminare l'istituto rispetto al recesso; ma l'applicabilità diretta degli artt. 2437 ter e quater vale a sdrammatizzare alquanto il problema. In sostanza l'unica differenza risiederebbe nel fatto che la facoltà di riscatto deve essere attribuita prima della sottoscrizione dell'azione, laddove la disciplina del recesso, anche se relativa ad una categoria speciale, può essere sempre <<arricchita>> di nuove ipotesi; inoltre l'acquisto non potrebbe comunque oltrepassare il 10% del capitale sociale ...”.

²⁹⁶ Che possono riguardare tanto i soci così come vicende societarie. Tra i primi ne sono esempio l'iscrizione ad un albo professionale, il possesso di un determinato titolo di studio, l'impossibilità ad adempiere prestazioni accessorie (v. il caso giurisprudenziale riportato alla precedente nt. 271) o l'inadempimento ad obbligazioni a loro facenti carico (*riscatto sanzionatorio*), la morte del socio (l'ipotesi prospettò una presunta violazione dell'art. 458 c.c. in tema di divieto di patti successori che fu invece esclusa dalla Cass. civ., sez. II, 16/04/1994, n. 3609 con commenti, tra gli altri, di L. CALVOSA, in BBTC, 1996, II, 161 e NERI, in Giur. Comm., 1996, II, 217). Tra le vicende societarie, si potrà prevedere, ad esempio, il riscatto in caso di superamento di determinate soglie di partecipazione od, ancora, un potere di riscatto connesso a determinate scadenze temporali.

²⁹⁷ Cfr. G.B. PORTALE, *op. cit.*, pag. 774, anche alla stregua delle esperienze maturate in pacsi esteri (Francia e Germania); G. PRESTI, *op. cit.*, pag. 405; L. CALVOSA, *op. cit.*, pag. 275. Più di recente, alla luce della riforma: M. CALLEGARI, *op. cit.*, pag. 1445, A. FERRUCCI – C. FERRENTINO, *op. cit.*, pag. 357.

²⁹⁸ Secondo D. GALLETTI, *op. cit.*, pag. 1637, ove si ritenesse ammissibile, soggiacerebbe alle medesime critiche formulate nei confronti del recesso *ad nutum* (Id., commentario sub art. 2437 c.c.). Di

Infine, poiché l'art. 2437 sexies c.c. non prevede alcun termine né rinvia all'art. 2437 bis c.c.²⁹⁹ per quanto concerne i termini e le modalità di esercizio del diritto di recesso, sarà quanto mai opportuno che lo statuto si preoccupi di stabilire un limite temporale per l'esercizio del riscatto³⁰⁰.

b) *Valore e modalità di liquidazione delle azioni soggette a riscatto*

Secondo l'art. 2437 sexies c.c. il valore ed il procedimento di liquidazione dovranno seguire, in quanto compatibili, le regole stabilite in tema di recesso, rispettivamente, dall'art. 2437 ter c.c. e dall'art. 2437 quater c.c..

L'indagine di compatibilità investe soprattutto la seconda norma dal momento che la prima pare trovare sostanziale applicazione in tutte le ipotesi di riscatto³⁰¹, fatto salvo quanto si dirà per gli ultimi due commi della disposizione.

Pertanto la determinazione del valore di riscatto, così come avviene per il recesso, è demandata agli amministratori previa consultazione del collegio sindacale e dell'organo di revisione contabile (art. 2437 ter, secondo comma).

Nei commi 2 e 3 sono previsti due criteri di calcolo legale, rispettivamente, per le società non quotate e per quelle quotate, criteri, questi, che fungono anche da regole di *default*.

Il primo si basa sulla consistenza patrimoniale della società e sulle sue prospettive reddituali, tenendo conto dell'eventuale valore di mercato delle azioni (2° comma); il secondo sulla media aritmetica del valore azionario raggiunto negli ultimi sei mesi (terzo comma).

In deroga ad essi, l'autonomia dei soci potrà prevedere criteri statuari alternativi³⁰² che, però, al fine di salvaguardare la trasparenza del calcolo, dovranno enunciare gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono

avviso opposto è, invece, F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 111, il quale, rilevando che l'art. 2437 sexies nulla dispone in merito, sostiene che il pericolo di utilizzo abnorme del riscatto arbitrario sarebbe mitigato dal principio di correttezza e buona fede nonché da quello di parità di trattamento tra i soci. Principi, tuttavia, che, per la loro genericità, paiono essere suscettibili di contrasti applicativi ed inidonei a salvaguardare gli interessi coinvolti.

²⁹⁹ Norma questa che da alcuni è stata comunque ritenuta applicabile in via analogica: cfr. F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 117.

³⁰⁰ Come accade ad esempio per le *redeemable shares* inglesi che prevedono il riscatto a date prestabilite.

³⁰¹ Secondo S. CARMIGNANI, *op. cit.*, pag. 903, i criteri di liquidazione disposti per il recesso sarebbero applicabili a tutte le fattispecie di riscatto, statuarie e non.

³⁰² Si pensi, ad esempio, al metodo patrimoniale, a quello reddituale od, ancora, a quello misto.

essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio stesso, unitamente ai criteri di rettifica, nonché ogni altro elemento rilevante suscettibile di valutazione patrimoniale (quarto comma).

Dubbia è poi l'ipotesi che lo statuto possa imporre, quale valore di riscatto, il valore nominale delle azioni³⁰³.

Considerato che il criterio di cui all'art. 2437 ter c.c. è stato introdotto nell'ottica di tutelare i diritti patrimoniali del socio uscente, la possibilità di ancorare il valore di riscatto al valore nominale potrebbe, tutt'al più, ritenersi legittima solo quando il valore determinato ai sensi dell'art. 2437 ter c.c. risulti inferiore rispetto al valore nominale, il quale, di conseguenza, rivestirebbe una funzione meramente sussidiaria.

Il diritto a conoscere in via preventiva il valore delle azioni ed il diritto ad attivare la diversa procedura di valutazione in caso di contestazioni - diritti previsti, rispettivamente, dal quinto e dal sesto comma - sono due forme di tutela predisposte a vantaggio del socio uscente. Paiono, pertanto, meritevoli di applicazione anche nei confronti del socio riscattato in quanto socio uscente³⁰⁴ e non, invece, nei confronti dei soggetti riscattanti ossia degli altri soci ed, a maggior ragione, della società.

Per quanto concerne il riscontro di compatibilità dell'art. 2437 quater c.c. deve osservarsi che la norma prevede, per le azioni oggetto di recesso, un *sistema di attribuzione progressiva* nel senso che esse sono dapprima offerte in opzione agli altri soci ed ai titolari di obbligazioni convertibili (comma 1); qualora essi non le acquistino in tutto od in parte, gli amministratori potranno offrirle a terzi (comma 4) ed, in ultima battuta, in caso di loro mancata adesione, le azioni saranno acquistate dalla società attingendo dagli utili e dalle riserve disponibili (comma 5). Ove esse manchino, la società, previa deliberazione dell'assemblea

³⁰³ Secondo A. PACIELLO, *op. cit.*, pag. 1148 ciò sarebbe forse ammissibile solo nel caso di riacquisto obbligatorio da parte della società di fonte statutaria. A tal riguardo anche C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, la quale, tuttavia, non prende posizione.

³⁰⁴ Per quanto concerne il diritto previsto dal quinto comma sembra di contrario avviso D. GALLETTI, *op. cit.*, pag. 1638..

straordinaria, dovrà invece procedere alla riduzione del capitale ovvero al suo scioglimento (comma 6).

Nel procedimento così sommariamente ricostruito, il quarto comma è, in ogni caso, inapplicabile al riscatto dal momento che i terzi non sono contemplati dall'art. 2437 sexies c.c. tra i soggetti riscattanti.

Le rimanenti disposizioni potranno trovare attuazione pressoché integrale nella sola ipotesi in cui il riscatto sia attribuito ai soci ed alla società, ma con il diritto di quest'ultima subordinato alla mancata e preventiva adesione da parte dei primi sulla falsariga, cioè, di quanto avviene per il recesso.

Diversamente, nel caso in cui il riscatto sia riservato esclusivamente ai soci³⁰⁵, saranno applicabili, con gli opportuni adattamenti, i primi tre commi dell'art. 2437 quater c.c. ma non i restanti commi 5-6 e 7³⁰⁶, in quanto riferibili al riscatto da parte della società³⁰⁷.

Dal momento che le caratteristiche di alcune cause di riscatto non ne potrebbero consentire una conoscenza immediata e diretta da parte dei soci titolari del diritto, lo statuto dovrà opportunamente regolare modalità e tempi delle informative che la società sarà tenuta, eventualmente, a fornire per permettere l'esercizio del potere di riscatto.

Qualora poi esso sia attribuito in via esclusiva alla società, i primi quattro commi dell'art. 2437 quater sono evidentemente incompatibili in quanto concernono l'offerta in opzione, prima ai soci e poi ai terzi.

³⁰⁵ La fattispecie pone indubbiamente meno problemi rispetto all'ipotesi in cui sia la società a riscattare soprattutto per il fatto che, nell'un caso, viene attinto il patrimonio personale dei soci, mentre nell'altro quello della società con le inevitabili ripercussioni di disciplina.

³⁰⁶ Oltre, chiaramente, agli artt. 2357 – 2357 bis richiamati in ultimo dall'art. 2437 sexies (cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1309).

³⁰⁷ Secondo D. GALLETTI, *op. cit.*, pag. 1640, invece, l'art. 2347 quater, in caso di riscatto attribuito ai soci, sarebbe interamente incompatibile sia in quanto – in relazione ai primi commi – non si porrebbe “il problema di riassegnare i titoli rispettando la parità di trattamento perché questi son destinati non già ad essere ricollocati dagli amministratori, ma al trasferimento in favore dei <<riscattanti>>”, sia in quanto – relativamente agli ultimi commi – “la liquidazione non inciderà mai sul patrimonio della società”. Se è condivisibile quanto affermato in relazione agli ultimi commi, lo stesso non può dirsi per i primi. Mi pare che il principio di parità di trattamento garantito dalla norma debba operare al fine di garantire un'equa assegnazione delle azioni tra coloro che hanno pari diritto a riscattare (dello stesso ultimo avviso anche A. PACIELLO, *op. cit.*, pag. 1148).

Anche se non così manifesta, detta incompatibilità sussiste anche nei confronti dei rimanenti commi ed, anzi, più che di incompatibilità, sarebbe forse più opportuno parlare di inutilità.

Infatti va tenuto in considerazione che, ove la società decida di procedere al riscatto, altro non fa che acquistare azioni proprie e la disciplina prevista *ad hoc* dagli artt. 2357 e ss., richiamata dall'art. 2437 quater e fatta salva peraltro dallo stesso art. 2437 sexies, è quella più pertinente e pare del tutto inutile cercare di adattare il diverso procedimento previsto in tema di recesso.

Inoltre, mentre il quinto comma potrebbe essere in qualche modo adeguato, il sesto ed il settimo comma non si vede davvero come potrebbero trovare attuazione.

Difatti qualora la società non abbia utili e riserve disponibili per riscattare le azioni non ha senso che essa proceda ad una riduzione del capitale, come è invece previsto in caso di recesso.

Si badi che la società ha un mero *potere di riscatto* e, quindi, se non ha le risorse, non ha nessuna convenienza a riscattare.

Diversa è l'ipotesi del recesso dove, a fronte del diritto del socio recedente ad uscire dalla società, quest'ultima, seppur in ultima battuta, ha l'*obbligo di rimborsare* al socio il valore delle azioni.

Nel caso in cui la società decida di riscattare³⁰⁸ dovrebbero quindi trovare applicazione diretta gli artt. 2357 e ss.³⁰⁹ con la conseguenza che, verificatasi una causa di riscatto, gli amministratori, dopo avere effettuato la valutazione ex art. 2437 ter, potranno o convocare l'assemblea ordinaria³¹⁰ affinché autorizzi

³⁰⁸ E' stato osservato (C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, pag. 196-197) che l'operazione potrebbe essere finalizzata non solo a tenere in portafoglio le proprie azioni, ma anche a rimetterle in circolazione ovvero ad annullarle mediante relativa riduzione di capitale.

³⁰⁹ Come noto, mirati a tutelare l'integrità del capitale sociale suscettibile di pregiudizio per effetto dell'acquisto di azioni proprie dal momento che, con tale operazione, la società attinge a risorse proprie.

³¹⁰ Individuata come la competente sede assembleare: cfr., tra gli altri, G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.* (Manuale ante riforma), pag. 250.

l'acquisto ovvero, se in loro potere, procedere direttamente all'acquisto ottenendo, successivamente, la ratifica assembleare³¹¹.

Inoltre, l'inapplicabilità dell'art. 2437 quater al riscatto da parte della società si presta a scongiurare contraddizioni normative sul piano interno e violazioni in ambito comunitario.

Sotto il primo aspetto, sussiste una contraddittorietà tra due norme richiamate dall'art. 2437 sexies: l'art. 2437 quater che, al quinto comma, riconosce un'esplicita deroga delle condizioni di acquisto di azioni proprie e gli artt. 2357 e ss. che, contemplandone la specifica disciplina, non consentono ovviamente tale deroga³¹².

Da un punto di vista comunitario, invece, l'applicazione degli artt. 2357 e ss. risulta più in linea con le indicazioni contenute nel citato art. 39 della seconda direttiva CEE. Si pensi in particolare alla necessità che le azioni riscattate siano interamente liberate [p.to b) cit. art. 39]³¹³ condizione, questa, prevista dal primo comma dell'art. 2357 c.c. ed assente nell'art. 2437 quater c.c..

In conclusione, quando a riscattare sia la società, il procedimento da seguire potrà essere solo quello previsto dagli artt. 2357 e ss. c.c.³¹⁴ ed i criteri di determinazione del valore di riscatto saranno quelli stabiliti dall'art. 2437 ter. Alla luce di quanto sopra, sarà invece inapplicabile l'art. 2437 quater c.c..

³¹¹ E' il problema dibattuto dell'autorizzazione al *trading*: sul punto si rinvia in ultimo, anche per ulteriori riferimenti, a S. CERRATO, in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004 (commento sub artt. 2357 - 2357 quater c.c.), pagg 406 e ss.. S. CARMIGNANI, *op. cit.*, pag. 904, propende, invece, per una competenza esclusiva dell'assemblea, fatte salve unicamente le ipotesi in cui il riscatto sia previsto come un obbligo da parte della società.

³¹² Anche M. CALLEGARI, *op. cit.*, pag. 1448.

³¹³ Stando al testo comunitario questa dovrebbe essere una condizione per tutte le azioni riscattabili, siano esse acquistate dalla società o dai soci. Del resto, come si è già accennato, molte delle indicazioni comunitarie non sono state tenute in debita considerazione da parte del nostro legislatore.

³¹⁴ Che, come noto, richiede il rispetto di quattro condizioni [cfr. G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.* (Manuale ante riforma), pag. 250]: 1) potranno essere utilizzati solo utili distribuibili e riserve disponibili; 2) le azioni dovranno essere interamente liberate; 3) la delibera di autorizzazione (o di ratifica) dovrà indicare il numero massimo delle azioni, la durata per la quale è concessa l'autorizzazione all'acquisto, il corrispettivo minimo e massimo; 4) il valore nominale delle azioni non potrà eccedere la decima parte del capitale sociale [condizione questa, evidenziata, in tema di riscatto, da D. GALLETTI, *op. cit.*, pag. 1638; secondo F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 119 tali condizioni sarebbero derogabili nel caso in cui al riscatto si pervenga con modalità diverse rispetto all'acquisto di azioni proprie (quali ad es., vendita delle azioni a terzi)].

Infine, per quanto concerne la competenza a deliberare l'emissione di azioni riscattabili, essa spetterà all'assemblea ed all'organo amministrativo a seconda che il potere di riscatto sia attribuito, rispettivamente, alla società od ai soci.

Fermo restando che, in tutti i casi, la possibilità di emettere azioni riscattabili dovrà essere esplicitamente prevista nello statuto che, eventualmente, potrà demandare alla deliberazione di emissione la specifica regolamentazione della disciplina applicabile³¹⁵.

10) Azioni con prestazioni accessorie: la controversa configurazione di categoria

A conclusione della rassegna sulle categorie azionarie tipiche, un doveroso cenno meritano le azioni con prestazioni accessorie previste dall'art. 2345 c.c. la cui configurazione di categoria ex artt. 2348 e 2376 c.c. è stata oggetto di orientamenti dottrinali contrastanti³¹⁶.

Nonostante l'art. 2345 c.c. non abbia subito alcuna modifica da parte della riforma, vale comunque la pena valutare se le recenti novità abbiano fornito un qualche utile contributo per dirimere la disputa insorta: ma, prima, è opportuno tracciare un quadro sintetico delle peculiarità di disciplina.

Secondo la norma, l'atto costitutivo (o meglio, se si volesse uniformare la terminologia utilizzata dalla novella, sarebbe più appropriato il termine "statuto"), oltre ai conferimenti dovuti *ex lege*, può imporre a carico dei soci

³¹⁵ Cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1310.

³¹⁶ Cronologicamente, propendono per la categorizzazione, tra gli altri,; A. MIGNOLI, *op. cit.* (*La nozione di categoria ...*), pag. 457; P. GROSSO, *op. cit.* (*Categorie di azioni ed assemblee speciali*), pag. 96; A. BARTALENA, *op. cit.* (*Le azioni con prestazioni accessorie come categoria di azioni*); Id. *Conferimenti in natura – Versamenti dei soci – Prestazioni accessorie*, in Trattato delle società per azioni a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, Utet, Torino, 2004, vol. I***, pag. 845; Contra G. COTTINO, *Diritto commerciale*, I, 2, 2° ed., Cedam, Padova, 1987, pag. 345 e ss. (nonché, prima, *Prestazioni accessorie e poteri dell'assemblea*, in Riv. soc., 1962, pagg. 16 e ss.); M. BIONE, *op. cit.*, pag. 47; A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni – Acquisti "pericolosi" – Prestazioni accessorie*, in Commentario al codice civile diretto da P. Schlesinger (commento sub art. 2345 c.c.), Milano, Giuffrè, 1994, pag. 360.

l'adempimento di prestazioni accessorie³¹⁷ che, per espressa previsione legislativa, non possono essere pecuniarie.

Pertanto, potranno essere rappresentate da obbligazioni, rispettivamente³¹⁸: 1) di *dare* come, ad es., la somministrazione periodica di beni o la prestazione di garanzie; 2) di *facere*, quale la prestazione di attività lavorative, sia manuali che intellettuali similmente al prestatore d'opera³¹⁹, potendo rivestire la particolare qualifica di amministratore³²⁰ o di dirigente³²¹ od, ancora, di collaboratore nella gestione³²² della società; 3) infine, di *non facere* in ragione, ad esempio, di patti di non concorrenza.

L'art. 2345 c.c., negli ultimi due commi, stabilisce, rispettivamente: 1) la nominatività obbligatoria delle azioni³²³ ed, in deroga al principio di libera trasferibilità, il limite secondo cui le azioni accessorie possono essere alienate solo con il consenso degli amministratori³²⁴ (secondo comma); 2) in caso di modifica degli obblighi accessori, l'unanimità dei consensi dei soci³²⁵, fatto salvo quanto stabilito dall'atto costitutivo (terzo comma).

³¹⁷ Il concetto più immediato di prestazione accessoria pare implicare un'obbligazione periodica e/o continuativa anche se, in linea di principio, sembra poter ammettersi anche un'obbligazione occasionale c/o istantanea (cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pagg. 344).

³¹⁸ V. A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pagg. 341 e ss..

³¹⁹ Cfr. Cass. civ. 7/4/1987 n. 3402 con nota di G. CARAMAZZA, in *Società*, 1987, pag. 903.

³²⁰ Cfr. Tribunale di Genova 3/1/1986 pubblicata in *Società*, 1986, 411; in *Banca Borsa*, 1986, II, 427; in *Impresa*, 1986, 1503.

³²¹ Cfr. Tribunale di Milano 14/7/1988 pubblicata in *Banca Borsa*, 1991, II, 106, nota di CALVOSA.

³²² Cfr. Tribunale di Parma 28/7/99 pubblicata in *Riv. Critica Dir. Lav.*, 1999, 951.

³²³ Anche se la nominatività obbligatoria è un principio ormai di carattere generale sancito in diverse normative speciali e, da ultimo, dalla riforma fiscale di cui al D.P.R. 29/9/1973 n. 600. Deroghe a tale principio sussistono solo per le azioni di risparmio (artt. 145 Tuf.) e per le azioni emesse dalle SICAV (art. 45 Tuf.) che possono essere emesse anche al portatore. Sul problema della compatibilità delle prestazioni accessorie a tali tipologie di azioni, si rimanda a A. BARTALENA, *op. cit.* (Trattato a cura di Colombo - Portale), pag. 887 e ss.

³²⁴ Osserva A. BARTALENA, *ult. op. cit.*, pag. 891 che essa costituirebbe una vera e propria ipotesi di gradimento che investirebbe tanto i negozi *inter vivos* tanto le successioni *mortis causa*. Ci si potrebbe allora chiedere se, in caso di mancato placet dell'organo gestorio, possano applicarsi i rimedi stabiliti dall'art. 2355 bis c.c. (obbligo di acquisto per la società o per gli altri soci o recesso) per consentire all'azionista di uscire dalla società: di primo acchito non sembra avventato dare una risposta positiva, seppur entro limiti di compatibilità della norma testé richiamata.

³²⁵ Secondo una recente interpretazione (sempre A. BARTALENA, *ult. op. cit.*, pag. 839), in linea con quanto prospettato in epoca anteriore [cfr. G.B. PORTALE, *op. cit.* (*Azioni con prestazioni accessorie e clausola di riscatto*), pag. 775], l'unanimità dei consensi a cui la norma farebbe riferimento dovrebbe riguardare l'unanimità dei consensi non di tutti i soci, bensì dei soli soci *obbligati*. Il loro consenso sarebbe condizione di efficacia della deliberazione dell'assemblea straordinaria (trattandosi di una modificazione dello statuto ex art. 2365 c.c.) con cui si modifica o si introducono obblighi accessori,

Anche al fine di stabilire se le azioni in commento rappresentino una categoria, è importante capire se la prestazione accessoria costituisca un'obbligazione sociale ovvero un'obbligazione derivante da una fattispecie negoziale diversa ed autonoma³²⁶.

L'orientamento predominante³²⁷, da condividere, aderisce alla prima impostazione facendo leva, tra l'altro, sull'intima connessione tra partecipazione azionaria e prestazione che, manco a dirlo, è, alla prima, accessoria.

In effetti adempiere alla prestazione accessoria significa adempiere ad un'obbligazione sociale che, seppur ulteriore rispetto a quelle poste tradizionalmente a carico dei partecipanti all'impresa (in primis, l'obbligo dei conferimenti), rimane pur sempre un'obbligazione da onorare in quanto soci.

La prestazione accessoria, quindi, "non brilla di luce propria" ma, nell'ambito dell'art. 2345 c.c., ha una sua giustificazione giuridica solo nella partecipazione azionaria a cui inscindibilmente afferisce.

E' ovvio che ciò non vale a negare alle prestazioni accessorie, di per sé considerate, una propria valenza giuridica dal momento, peraltro, che in molti casi esse presentano tratti distintivi dei contratti tipici extrasocietari

mentre il consenso dei soci non coinvolti sarebbe del tutto irrilevante. Inoltre tale interpretazione eviterebbe "di arrecare attentato alla regola maggioritaria" ritenuta inderogabile nelle società per azioni. Quanto sostenuto, benché suggestivo ed astrattamente condivisibile sotto il primo aspetto, non sembra però conforme al dettato normativo. Infatti, se è vero che il consenso unanime richiesto è solo quello degli obbligati e se è altrettanto vero che esso costituisce condizione di efficacia della deliberazione, nessun senso avrebbe l'inciso iniziale della norma che pare consentirci, invece, la previsione derogante di quorum diversi. Il fatto poi che la norma, richiedendo l'unanimità dei consensi (in sede di deliberazione dell'assemblea straordinaria), abbia derogato al principio maggioritario può trovare una sua giustificazione nell'esigenza di tutelare l'interesse della società di fronte ad impegni caratterizzati "da elementi personalistici normalmente sconosciuti alle modifiche dell'atto costitutivo" (così A. PISANI MASSAMORMILE, *ult. op. cit.*, pag. 353, ma anche F. DI SABATO, *op. cit.*, pag. 168). Qualora si faccia statutariamente ricorso al sistema maggioritario, i soci che si troverebbero esposti alle altrui decisioni troveranno tutela nel combinato disposto di cui agli artt. 2348 e 2376 c.c. che, come si vedrà appresso, è da ritenersi applicabile alle azioni con prestazioni accessorie, in quanto categoria speciale di azioni.

³²⁶ Sul punto A. BARTALENA, *ult. op. cit.*, pag. 815.

³²⁷ Cfr., tra gli altri, G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.* (Manuale ante riforma), pag. 198 e F. GALGANO, *op. cit.*, pag. 71. In giurisprudenza: Cass. civ. 8/11/2000 n. 14523 in Società, 2001, pag. 183 con nota di V. SALAFIA.; contra, tra gli altri, FRE' SBISA', *Della società per azioni*, in Commentario Scialoja Branca, Bologna - Roma, 1997, pag. 209.

(somministrazione, appalto, contratto d'opera, mandato etc.) che, tutt'al più, possono porsi in collegamento negoziale con lo schema societario³²⁸.

Tuttavia, inserite nel contesto dell'art. 2345 c.c., le loro peculiarità negoziali paiono per così dire assorbite dalla disciplina societaria con la conseguenza che potranno trovare applicazione solo in termini di compatibilità con quest'ultima³²⁹.

Considerato poi che tale norma impone³³⁰ all'atto costitutivo (o statuto) di prevedere il contenuto, la durata, le modalità, il compenso e le sanzioni in caso di inadempimento, sarà il contratto societario la primaria fonte regolatrice del rapporto e solo in via sussidiaria sembrano poter trovare applicazione, prima, le altre norme in materia di società³³¹ e, dopo, quelle inerenti al rapporto contrattuale specifico oggetto della prestazione accessoria³³².

³²⁸ Osserva A. BARTALENA, *ult. op. cit.*, pag. 837, che la previsione statutaria delle prestazioni accessorie realizza "un fenomeno di *collegamento negoziale*, con la precisazione, però, che tale qualificazione non incide sulla *struttura* del contratto (che rimane unitaria), bensì sulla sua *funzione*, comportando l'inserimento nella fattispecie societaria di <<pezzi>>, <<frammenti>> di contratto, privi di una causa autonoma, ma disciplinati in base alle regole che riguardano il tipo contrattuale di volta in volta evocato".

³²⁹ Cfr. F. DI SABATO, *op. cit.*, pag. 168.

³³⁰ A livello giurisprudenziale non sono mancate pronunce (seppur in tema di s.r.l.) che hanno sancito la nullità di clausole deficitarie della menzione di alcuni degli elementi richiesti dalla norma. In particolare: a) Trib. Perugia, 04/03/1997, pubblicata in *Rass. Giur. Umbra*, 1998, 474, che ha statuito: "è nulla la clausola dello statuto di una s.r.l. che preveda prestazioni accessorie a carico dei soci qualora, pur risultando determinati il contenuto, la durata ed il compenso, non siano invece stabilite le modalità di esecuzione delle prestazioni nè le sanzioni per le ipotesi di inadempimento"; 2) Trib. Cassino, 18/12/1987 pubblicata in *Riv. Dir. Comm.*, 1989, II, 75, che ha statuito: "è nulla la clausola inserita nello statuto di società di capitali la quale preveda l'obbligo a carico dei soci di eseguire prestazioni accessorie senza determinarne il contenuto, la durata, le modalità e il compenso come imperativamente prescritto dall'art. 2345, 1° comma, c. c. (applicabile alle srl ex art. 2478, 1° comma)".

³³¹ Per quanto concerne le sanzioni in caso di inadempimento, discussa è risultata l'applicabilità dell'art. 2344 c.c. sul socio moroso in materia di conferimenti (l'ha ammessa, tra gli altri, G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 198 mentre, di avviso contrario, è A. BARTALENA, *ult. op. cit.*, pag. 921). Anche il ricorso all'istituto dell'esclusione non ha incontrato l'unanimità dei consensi (lo escludono, tra gli altri, sempre A. BARTALENA, *ult. op. cit.*, pagg. 928 e ss. e V. SALAFIA, *op. cit.*, pag. 185) sul presupposto, soprattutto, che esso si porrebbe in contrasto con la struttura tipicamente capitalistica della s.p.a.. Il dato trova ora un'indiretta conferma nell'art. 2473 bis c.c. che, introdotto dalla riforma, ha previsto per la s.r.l. l'istituto dell'esclusione analogamente a quanto previsto per le società di persone (art. 2286 c.c.). Difatti la scelta legislativa di introdurre l'esclusione nella s.r.l. e non nella s.p.a. dimostra che esso costituisce uno strumento compatibile solo nelle realtà societarie dove la componente personale può assumere rilievo, come accade nella nuova versione della s.r.l. non più improntata sulla disciplina della s.p.a..

³³² In questo senso G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, pag. 198 nonché, in giurisprudenza, App. Lecce, 09/09/1996 in *Società*, 1996, 1413 - con nota di G. ZAGRA - secondo cui: "L'art. 2345 c.c., attribuisce all'atto costitutivo della s.p.a. un'ampia discrezionalità nel determinare le sanzioni applicabili in caso di inadempimento degli obblighi connessi ad azioni con prestazioni accessorie; pertanto, qualora sia stata

Se dunque la prestazione accessoria costituisce un'obbligazione sociale che va ad incidere sullo *status* di socio, si pone inevitabilmente il problema di stabilire se le azioni ex art. 2345 c.c. siano dotate di quella *specialità* idonea a configurare una categoria azionaria ai sensi dell'art. 2348 e 2376 c.c..

Anche sul punto non vi è uniformità di vedute da parte della dottrina e diverse sono state le argomentazioni sollevate dai sostenitori della non categorizzazione delle azioni de quo³³³.

a) In primo luogo è stata rilevata una presunta incompatibilità dell'art. 2376 c.c. per la presenza dell'art. 2345, terzo comma, c.c.. Incompatibilità, questa, che sarebbe riconducibile non tanto ad una possibile duplicazione di strumenti di tutela a salvaguardia dei diritti degli azionisti "diversi", bensì, soprattutto, ad un diverso e divergente meccanismo di funzionamento delle norme, posto che la seconda prevede l'unanimità od il diverso quorum stabilito nell'atto costitutivo, mentre, la prima, in virtù del rinvio alla disciplina dell'assemblea straordinaria (art. 2376, secondo comma, c.c.), richiede i diversi quorum per essa stabiliti³³⁴.

b) In secondo luogo è stato eccepito che le azioni onerate, non andando ad incidere sui *diritti*, ma sugli *obblighi* dei soci³³⁵ finirebbero con l'alterare un elemento irrilevante ai fini della configurazione di categoria.

c) In terzo luogo, dal momento che gli obblighi accessori ex art. 2345 c.c. potrebbero riguardare anche il titolare di un'unica azione, verrebbe meno quella "serialità" (ossia una pluralità di titoli) ritenuta da alcuni³³⁶ elemento indispensabile perché si possa parlare di categoria.

Le su esposte argomentazioni non paiono decisive per escludere la collocazione delle azioni ex art. 2345 c.c. nell'ambito delle categorie ex art. 2348 c.c. e, per alcuni versi, ciò sembra trovare conferma anche in alcuni spunti offerti dalla

prevista una particolare sanzione per l'inadempimento dei suddetti obblighi, non è possibile applicarne una diversa".

³³³ Sulla ricostruzione della disputa dottrinale v. A. BARTALENA, in entrambe le *op. cit.* nella precedente nt. 316.

³³⁴ Sempre M. BIONE, *op. cit.*, pag. 47 nt. 11, che richiama G. COTTINO, *Prestazioni accessorie e poteri dell'assemblea*, in Riv. soc., 1962, pag. 23.

³³⁵ Il rilievo è formulato sia da M. BIONE, *op. cit.*, pag. 47 nt. 10 sia da A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 360.

³³⁶ Per i riferimenti dottrinali: v. precedente nt. 36.

recente riforma soprattutto in riferimento a quanto affermato sub. lett. b) che costituisce, probabilmente, la questione nodale di partenza.

In relazione ad essa non si può dimenticare che l'art. 2345 c.c. non prevede solo degli obblighi in capo ai soci, ma prevede anche dei corrispondenti diritti, primo tra tutti quello al compenso per l'attività accessoria esercitata. Se dunque la mancata categorizzazione si dovesse basare soltanto sull'assunto che la norma non va ad incidere sui diritti, quanto appena detto vale evidentemente a smentirlo.

Tuttavia, anche a prescindere da tale aspetto, il dato che più rileva è portato dall'art. 2348 c.c. che, nella sua nuova formulazione introdotta dalla riforma, ha ampliato notevolmente i margini entro cui si inserisce la nozione di categoria.

Richiamando quanto si è già osservato in merito³³⁷, vale qui la pena solo ricordare che la norma ancora il concetto di categoria non solo alla - più ristretta - diversificazione dei *diritti* azionari, bensì ad una - più generica ed omnicomprensiva - diversificazione di *contenuto* delle varie categorie di azioni.

Pertanto, se così è, le azioni diventano un contenitore che può essere riempito non solo di diritti diversi, ma anche di obblighi diversi ed ecco, allora, che anche le azioni con prestazioni accessorie rientrano a pieno titolo tra le categorie.

Per quanto concerne gli altri rilievi, relativamente a quello sub lett. a), il rapporto tra l'art. 2345, ultimo comma, c.c. e l'art. 2376 c.c. si pone non tanto in termini di asserita incompatibilità, quanto piuttosto in termini di coordinamento tra le due norme, anche alla luce di quanto previsto statutariamente.

Innanzitutto è opportuno rilevare che se è vero - e questa sembra l'impostazione da condividere - che i soggetti chiamati a prestare il consenso ex art. 2345, ult. co. sono tutti i soci e non soltanto quelli onerati³³⁸, la norma pare volta a tutelare non solo questi ultimi, ma anche l'interesse generale della società.

³³⁷ V. precedente par. 2), cap. I.

³³⁸ V. precedente nt. n. 325.

Qualora per la modifica degli obblighi³³⁹ si applichi l'unanimità (non avendovi i soci derogato), è chiaro che il ricorso all'art. 2376 c.c. sarà inutile dal momento che il necessario consenso (anche) dei soci onerati li tutela dal pericolo di subire una decisione pregiudizievole. Viceversa qualora trovino applicazioni quorum diversi o quelli previsti per l'assemblea straordinaria, sarà indispensabile acquisire preventivamente la deliberazione dell'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata.

Una disciplina parzialmente diversa troverà attuazione nell'ipotesi in cui vengano ad essere modificati non gli obblighi, ma i diritti. Infatti, in tal caso, l'ultimo comma dell'art. 2345 c.c., in quanto riferito espressamente solo agli obblighi³⁴⁰, non potrà trovare applicazione e si dovrà ricorrere alla tutela di cui all'art. 2376 c.c..

In relazione a quanto sostenuto alla lett. c), valgano le considerazioni espresse in precedenza sulla nozione di serialità intesa in senso qualitativo e non quantitativo³⁴¹.

Infine, un'osservazione conclusiva. Se le azioni con prestazioni accessorie sono state da sempre un istituto scarsamente applicato, fors'anche per l'incertezza del loro inquadramento da un punto di vista fiscale, oggi rischiano probabilmente la completa estinzione³⁴².

Infatti se prima potevano rispondere all'esigenza di personalizzare la partecipazione azionaria compensando in un certo qual modo la non conferibilità delle prestazioni d'opera o di servizi, sotto tale aspetto, le attuali alternative³⁴³ proposte dalla riforma paiono rappresentare surrogati muniti di una maggiore

³³⁹ Da intendersi sia in senso *peggiorativo* che *migliorativo*: G. COTTINO, *ult. op. cit.*, pag. 23 e ss.

³⁴⁰ Del medesimo avviso A. BARTALENA, *op. cit.*, pag. 853.

³⁴¹ V. cap. I, par. 2, p.to c), pagg. 16 e ss..

³⁴² Cfr. S. PATRIARCA, *C'è un futuro per le prestazioni accessorie?*, in BBTC, 2004, I, pagg. 330 e ss.

³⁴³ Si pensi in particolare alla derogabilità del principio di proporzionalità tra conferimento ed assegnazione di azioni introdotto dall'art. 2346, comma quarto, c.c. con cui, di fatto, si può operare una sorta di personalizzazione dell'assegnazione di azioni ai soci, non più necessariamente vincolata al principio oggettivo di proporzionalità fondato sui conferimenti eseguiti (cfr. Cfr. G.A. RESCIO, *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo – Patriarca – Presti, Milano, 2003). Od, ancora, alla possibilità di assegnare strumenti finanziari ex art. 2346, ult. co., c.c. a fronte di apporti di opera o di servizi.

capacità applicativa, anche se il riscontro lo potrà dare, come al solito, solo il mercato³⁴⁴.

³⁴⁴ Analogamente: A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1301.

CAPITOLO III°

I limiti dell'autonomia statutaria nella creazione di azioni atipiche

Sommario: 1) *La ricerca dei limiti ex art. 2348 c.c. e la bipartizione tra limiti espressi ed inespressi*; 2) *I limiti espressi*; 3) *I limiti inespressi*; 4) *La modificabilità dei diritti diversi dal voto e da quelli patrimoniali*. 5) *La conversione delle azioni*.

1) La ricerca dei limiti ex art. 2348 c.c. e la bipartizione tra limiti espressi ed inespressi

Dato il principio generale di libera determinazione del contenuto delle azioni, la ricerca ed individuazione dei limiti ex art. 2348 c.c. consente di valutare sino a che punto possa spingersi la fantasia degli operatori nel forgiare lo strumento azionario.

In particolare definire quelli che possono essere i limiti, significa delimitare l'ambito giuridico entro cui possono essere create azioni speciali atipiche.

Tuttavia una ricostruzione organica *ex ante* dei limiti non è esente da insidie o, quanto meno, potrebbe essere non esaustiva, posto che una loro più precisa identificazione può fondarsi solo sulla disamina degli specifici contenuti attribuibili ai titoli azionari, la cui varietà di combinazioni non agevola di certo un'indagine esauriente.

E' forse questa la ragione di fondo per cui non si segnalano approfondimenti mirati da parte della dottrina e per cui anche la riforma non si è preoccupata di delimitare o fornire una elencazione di tali limiti³⁴⁵.

³⁴⁵ Osserva, infatti, A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.* (commento sub art. 2348 c.c.), pag. 279: "La strutturazione del precetto, dunque, ha lasciato inalterato il problema dell'individuazione dei limiti all'esplicazione dell'autonomia statutaria nella materia de qua". Anche M. NOTARI, *op. cit.* (*Le società e il nuovo diritto al termine del periodo transitorio*), pag. 8 sottolinea: "Diventa pertanto assai rilevante e tuttora aperto il problema dei limiti dell'autonomia statutaria...". In precedenza ha rilevato B. SZEGO, *op. cit.*, pag. 30: "Infatti, se si escludono i pochi espressi vincoli previsti dal codice civile per il caso in cui la limitazione - o il privilegio - riguardi i diritti di voto (art. 2351, commi 2 e 3), manca un'individuazione chiara e univoca dei limiti alla libertà di emissione di azioni atipiche; manca, anche, nel nostro ordinamento societario, un'esplicita indicazione delle norme ritenute inderogabili nella disciplina delle s.p.a., che non consente di ricavare nemmeno indirettamente un vincolo in tema di categorie azionarie". Così anche A. COLAVOLPE, *op. cit.*, pag. 1593.

L'art. 2348 c.c., infatti, li richiama in modo generico ("i limiti imposti dalla legge")³⁴⁶ e se è condivisibile l'affermazione secondo cui essi siano per lo più *impliciti e strutturali*³⁴⁷, alcuni sono comunque esplicitati nella disciplina azionaria.

A questi devono aggiungersi quelli derivanti da principi inderogabili di ordine generale nonché quelli che potranno risultare a seguito della ponderazione di quei diritti azionari la cui modificabilità non è espressamente contemplata dalla legge³⁴⁸.

Proprio in forza di tale contrapposizione è possibile operare una bipartizione tra *limiti espressi*³⁴⁹ e *limiti inespressi*.

I primi sono rappresentati dal divieto di patto leonino ex art. 2265 c.c. e dai due limiti previsti in tema di diritto di voto ex art. 2351 c.c. costituiti, rispettivamente, dal divieto di emettere azioni a voto plurimo e dal limite quantitativo della metà del capitale sociale stabilito per le azioni con le restrizioni del diritto di voto previste dal secondo comma della norma.

Per quanto concerne invece i limiti inespressi vi sono quelli a carattere generale, desumibili cioè da principi cardine, riguardanti in particolare:

- 1) il rispetto del principio di uguaglianza relativa ex art. 2348 c.c., comma terzo, che sancisce la parità di trattamento per i soci appartenenti alla medesima categoria³⁵⁰;
- 2) il rispetto dei connotati ontologici ed essenziali delle azioni³⁵¹;
- 3) il rispetto del regolare funzionamento della società a cui, peraltro, è strettamente connessa la questione sulla modificabilità dei diritti azionari.

³⁴⁶ Secondo N. ABRIANI, *op. cit.* (commento sub art. 2348 c.c.), pag. 266, la formulazione legislativa manifesterebbe il ricorso alla tecnica propria della <<legge quadro>> "arretrando il ruolo del legislatore alla mera predisposizione della cornice normativa entro la quale l'autonomia dei redattori delle regole statutarie potrà liberamente spaziare nel tracciare il disegno della struttura finanziaria dell'ente".

³⁴⁷ Come osservato da D. GALLETTI, v. precedente nt. 47.

³⁴⁸ Le uniche alterazioni previste riguardano il diritto di voto (art. 2351 c.c.) ed i diritti prettamente patrimoniali (art. 2350 c.c.).

³⁴⁹ Fa riferimento a limiti *espressi* anche C. ANGELICI, *op. cit.* (in Enciclopedia giuridica Treccani), pag. 6.

³⁵⁰ Cfr. F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 45; C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, pag. 194; D.U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, pag. 77; A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1292.

³⁵¹ In particolare, A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 282. Alla problematica fa cenno anche A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1292.

Inoltre, anche nel corso della trattazione delle categorie tipiche sono state rilevate sia diverse incompatibilità e vincoli di sistema (che potrebbero fungere da veri e propri limiti) sia altre tipologie di limiti afferenti alcune azioni speciali.

Tra le incompatibilità ne è stata segnalata una nell'ambito delle azioni postergate nelle perdite³⁵² ed una riferita alla mancata previsione del limite quantitativo delle azioni correlate³⁵³.

Un vincolo di sistema è stato invece ravvisato nel diritto di voto rispetto al diritto di intervento ex art. 2370 ed al diritto di impugnare le deliberazioni assembleari ex art. 2377 c.c., in quanto inscindibilmente legati al primo³⁵⁴.

Sotto l'altro aspetto sono stati rilevati limiti particolari, rispettivamente:

- per le azioni privilegiate soggette, oltre al limite di carattere generale ex art. 2265 c.c., all'effettività del privilegio³⁵⁵;
- per le azioni correlate, la cui emissione è preclusa nell'ambito dei patrimoni destinati ex art. 2447 bis c.c. nonché nella disciplina delle SICAV ex art. 45 Tuf. (per la quale, peraltro, non trovano applicazione anche altre norme in tema di azioni speciali tipiche)³⁵⁶;
- nelle società quotate ove deve ritenersi inapplicabile la disciplina codicistica in tema di azioni prive del diritto di voto in quanto superata dalla cogente disciplina delle azioni di risparmio ex art. 145 e ss. Tuf.³⁵⁷.

2) I limiti espressi

a) *Il divieto di patto leonino ex art. 2265 c.c.*

Sebbene previsto nella disciplina delle società di persone, al divieto di patto leonino previsto dall'art. 2265 c.c. si è sempre attribuita una portata più generale in materia di società³⁵⁸ e sia in dottrina³⁵⁹ che in giurisprudenza³⁶⁰ se ne è

³⁵² V. retro pag. 34.

³⁵³ V. retro pag. 52.

³⁵⁴ V. retro pag. 61.

³⁵⁵ V. retro pag. 38; a tale limite fa riferimento anche F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 45.

³⁵⁶ V. retro pag. 45.

³⁵⁷ V. retro pag. 67.

³⁵⁸ Cfr. N. ABRIANI, *op. cit.* (monografia su *Il divieto di patto leonino*) ed in particolare, sull'applicabilità del divieto di patto leonino alle società di capitali, pag. 69. Cfr. anche Trib. Cagliari,

sostenuta, in modo unanime, l'applicazione anche in materia di categorie azionarie.

La norma sancisce la nullità di qualsiasi patto che realizzi il risultato di escludere un partecipante alla società dagli utili o dalle perdite.

Pertanto non potranno essere create azioni speciali escluse, in modo totale e costante, dalla partecipazione agli utili e dalla partecipazione alle perdite.

Nell'ambito della modulazione tipica³⁶¹ dei diritti patrimoniali si è visto, invece, che la legge ammette un'imputazione di utili e di perdite in misura diversa dall'entità della partecipazione sociale del singolo socio, sia che si esprima in una misura di partecipazione difforme da quella relativa ai poteri amministrativi sia che condizioni la partecipazione, o la non partecipazione, agli utili o alle perdite al verificarsi di determinati eventi giuridicamente rilevanti³⁶².

In definitiva l'autonomia statutaria, per non incorrere nel divieto *de quo*, potrà, alternativamente: 1) alterare la misura della partecipazione alle attività e/o passività in una misura prefissata, ma senza mai escluderla integralmente; 2) in ogni caso prevedere categorie di azioni configurate in modo tale da non escludere, fin dall'origine, i suoi titolari, dalla condivisione agli utili o alle perdite³⁶³.

19/06/2000 in Riv. Giur. Sarda, 2001, 471 (con nota di CINCOTTI) secondo cui "Il divieto del c.d. patto leonino è estensibile a tutti i tipi sociali, attenendo alle condizioni essenziali del tipo "contratto di società".

³⁵⁹ C. ANGELICI, *ult. op. cit.*, pag. 6; M. BIONE, *op. cit.*, pag. 50; G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.* (Manuale ante riforma), pag. 212; F. DI SABATO, *op. cit.*, pag. 178; P. GROSSO, *op. cit.* (Categorie di azioni ed assemblee speciali), pag. 105; B. SZEGO, *op. cit.*, pag. 30, in nt. 47. Dopo la riforma, N. ABRIANI, *op. cit.*, pag. 267; F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 45; M. LAMANDINI, *op. cit.*, pag. 521; F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 78; F. MARTORANO, *op. cit.*, pag. 137; A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 279, in nt. 19.

³⁶⁰ Cfr. Cass. civ. 29/10/1994 n. 8927 in Mass. Giur. It. 1994; Trib. Udine, 23/01/1993, in Giur. It., 1994, I, 2, 926.

³⁶¹ Il riferimento riguarda soprattutto le azioni privilegiate e postergate nelle perdite: v. retro, cap. II°, parr. 1-2.

³⁶² Cfr. Cass. civ., sez. II, 21/01/2000, n.642, in Mass. Giur. It., 2000.

³⁶³ Come è stato precisato, in tema di azioni postergate nelle perdite, nella massima della più volte citata sentenza del Trib. Udine, 23/01/1993 secondo cui: "Nell'ambito delle società azionarie il divieto del patto leonino deve ritenersi violato solo quando siano previste categorie di azioni escluse fin dall'origine dagli utili o dalle perdite. Non si pone, pertanto, in contrasto con tale divieto la clausola statutaria che istituisca una categoria di azioni privilegiate nel rimborso del capitale in sede di liquidazione della società e "postergate" nella partecipazione alle perdite, nel senso che, in ipotesi di abbattimento totale o parziale

Sotto il primo aspetto, si potrà discutere di una possibile elusione del divieto *de quo* qualora sia prevista una misura di partecipazione palesemente irrisoria³⁶⁴.

Ma se è vero che l'art. 2265 c.c. commina la nullità di quelle convenzioni che escludano da *ogni* partecipazione, non pare sostenibile la legittimità di qualsiasi previsione che riconosca una partecipazione - purché - maggiore di zero, con la conseguenza che la partecipazione irrisoria deve ritenersi contraria all'art. 2265 c.c..

Quanto all'alternativa sub p.to 2), parlando delle azioni postergate nelle perdite³⁶⁵, si è osservato che la componente patrimoniale alterata potrebbe introdurre un elemento aleatorio della partecipazione che non comporta comunque la violazione dell'art. 2265 c.c..

Infatti, per quanto concerne soprattutto il caso di modifica del normale assoggettamento alle perdite, condizione necessaria e sufficiente per non infrangere il divieto di patto leonino è rappresentata dalla mera soggezione al *rischio* di partecipazione alle perdite stesse³⁶⁶, a prescindere quindi dal fatto che ciò avvenga in concreto.

In altre parole l'importante è che la diversa partecipazione ad utili o perdite sia congegnata *ab origine* in modo tale da assoggettare il socio non tanto alla effettiva partecipazione ai risultati di esercizio quanto al rischio di parteciparvi, seppur in misura e con modalità differenti rispetto a quelle stabilite ex lege.

b) *Il divieto di emissione di azioni a voto plurimo*

La riforma del 2003 ha mantenuto il divieto di emissione di azioni a voto plurimo che fu introdotto con il codice civile del 1942 a seguito della rilevata illiceità ed inutilità di tali categorie azionarie³⁶⁷.

del capitale sociale, esse ne subiscano gli effetti solo dopo che siano state integralmente annullate le azioni ordinarie".

³⁶⁴ Si pensi ad una categoria azionaria a cui sia assegnato, in caso di andamento sociale in attivo, un utile fisso pari ad 1 euro.

³⁶⁵ V. retro, pag. 30.

³⁶⁶ Così N. ABRIANI, *ult. op. cit.*, pag. 122.

³⁶⁷ Sul punto v. retro, pag. 5, nt 13.

Il divieto in esame³⁶⁸ è la dimostrazione inequivocabile che il nostro ordinamento non ammette, rispetto alla regola base *one vote one share*, forme incrementative del diritto di voto i cui estremi - come già si è visto - sono rappresentati, da una parte, dalla privazione totale del voto e, dall'altra, dal voto pieno³⁶⁹.

Il divieto mira chiaramente ad evitare concentrazioni di potere svincolate dalla titolarità delle azioni, oltre a scongiurare "possibili effetti distorsivi sul mercato di controllo, con riferimento alla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto"³⁷⁰.

Va osservato che al vaglio della Commissione incaricata per la recente riforma fu sottoposta la possibilità di eliminare il divieto dal momento che le esperienze maturate in passato e quelle di altri paesi avevano manifestato forme di utilità del voto plurimo.

Tra le altre, esso aveva ricoperto anche una funzione "remunerativa" o, comunque, di riconoscimento, nei confronti dei soci fondatori o di coloro che prestavano al servizio dell'impresa le proprie capacità professionali e manageriali³⁷¹.

Il legislatore della novella ha invece optato per la conservazione del divieto privilegiando così i timori che il voto plurimo potesse costituire un illegittimo strumento di alterazione degli equilibri societari³⁷², anche se con ogni probabilità

³⁶⁸ Ha sostenuto il pericolo di un suo aggiramento alla luce della derogabilità del principio di proporzionalità tra conferimento ed assegnazione di azioni ex art. 2346, quarto comma, c.c.: E. GLIOZZI, *Le categorie di azioni*, Lezione tenuta il 7/5/04, presso l'Università Bocconi di Milano, per i dottorandi di ricerca in diritto commerciale.

³⁶⁹ Merita menzione uno degli pochi casi in cui la giurisprudenza è stata chiamata a pronunciarsi in tema di voto plurimo: Trib. Napoli, 28/09/1988, in *Giur. Comm.*, 1991, II, 327 (con nota di PALMIERI) che ha statuito: "La clausola statutaria che attribuisce valore determinante, in caso di parità, al voto del presidente dell'assemblea è nulla, integrando fattispecie analoga a quella dell'emissione di quote a voto plurimo".

³⁷⁰ Così E. DESANA, *op. cit.*, pag. 123.

³⁷¹ Cfr. V. SANTORO, *op. cit.*, pag. 148.

³⁷² Ha osservato D.U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, pag. 83 che "nella prospettiva della più ampia autonomia e flessibilità e quindi della diversificazione dei diritti di voto anche verso l'alto, si sarebbe potuto reintrodurre la possibilità di utilizzare queste azioni, almeno per le società per azioni a ristretta compagine azionaria, eventualmente fissando un tetto cumulativo rappresentato dal capitale sociale e da un numero di voti legittimati da ogni azione, per evitare che con una minima percentuale di capitale sociale si potesse governare la società.

le varianti di voto introdotte dal terzo comma dell'art. 2351 c.c. si prestano a poter eludere il divieto de quo³⁷³.

c) *Il limite quantitativo ex art. 2351, secondo comma, c.c.*

Anche il limite quantitativo previsto dall'art. 2351, seconda comma, c.c. per le azioni con diritto di voto limitato è stato mantenuto dalla novella.

Il limite è applicabile soltanto in riferimento alle limitazioni del voto articolate nel secondo comma (azioni prive del diritto di voto, con voto limitato a particolari argomenti, con voto subordinato al verificarsi di condizioni non meramente potestative), ma non per quelle previste nel successivo terzo comma per le società chiuse in quanto non afferenti, queste ultime, al contenuto delle azioni (e quindi non configurano categorie speciali di azioni) bensì alla posizione soggettiva di ogni singolo azionista³⁷⁴.

Pertanto, nel computo delle azioni, finiranno tutte le azioni a voto limitato previste dal secondo comma che, a prescindere dalla loro specifica caratteristica tipologica, non siano a voto pieno.

Nella disciplina delle quotate concorreranno anche le azioni di risparmio e ciò trova fondamento nella regola generale sancita dall'art. 2351 c.c. e non più nel quarto comma dell'art. 145 Tuf.³⁷⁵ che è stato abrogato dal D.lgs. n. 6/03, come modificato dal D.lgs. n. 37/04.

Il limite in questione, così come il divieto di azioni a voto multiplo, è funzionale a garantire l'equilibrio dell'assetto societario scongiurando il pericolo che una minoranza di soci, sfruttando i meccanismi di voto, possa giovare o costituire una situazione di controllo in proprio favore, acquistando un potere eccessivo all'interno della società³⁷⁶.

³⁷³ Cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1297.

³⁷⁴ Così, tra gli altri, anche F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 51.

³⁷⁵ Che recitava: "Il valore complessivo delle azioni di risparmio, in concorso con quello delle azioni a voto limitato emesse ai sensi dell'art. 2351 del codice civile, non può superare la metà del capitale sociale".

³⁷⁶ Cfr. A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 306.

Vengono così tutelati anche gli interessi dei titolari delle azioni con voto limitato i quali, altrimenti, rischierebbero di subire una sproporzionata “concentrazione di potere nelle mani degli azionisti a voto pieno”³⁷⁷.

Inoltre il limite soddisfa pure l'esigenza di salvaguardare il regolare funzionamento della società e, soprattutto, dell'assemblea, dal momento che, se non vi fosse, alcune delle possibili combinazioni del voto potrebbero non consentire il raggiungimento dei quorum stabiliti in tema di assemblea, con il conseguente arresto dell'attività della società e la sua esposizione al rischio di scioglimento ex art. 2484, n. 3, c.c..

3) I limiti inespressi

a) *Il rispetto del principio di uguaglianza relativa ex art. 2348, terzo comma, c.c.*

La riforma del 2003 ha introdotto il terzo comma dell'art. 2348 c.c. che prevede che “tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti”.

E' questa, indubbiamente, una norma di carattere inderogabile istitutiva del limite³⁷⁸ per cui non sono ammesse categorie che prevedano, al loro interno, un'attribuzione di diritti diversi.

Ne consegue che ogni alterazione contenutistica delle azioni provoca la configurazione di categorie – e quindi di assemblee speciali ex art. 2376 c.c. - differenti.

La disposizione ha poi di fatto avvalorato l'interpretazione³⁷⁹ secondo cui il principio di uguaglianza azionaria sancito dall'art. 2348, primo comma, c.c. (rimasto inalterato a seguito della novella), deve essere inteso non come un

³⁷⁷ Così D. U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, pag. 82. D'altra parte si è osservato (A.A. V.V. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *op. cit.*, pag. 67) che se è vero che la disposizione de quo vuole “preservare un certo equilibrio tra rischio e potere evitando che la società sia governata da una minoranza di soci il cui rischio non sia commisurato al capitale realmente investito”, detto obiettivo “può essere ugualmente raggiunto stabilendo ab origine un'attribuzione delle azioni non proporzionale al valore dei conferimenti effettuati dai soci (art. 2346, comma 4, c.c.) ovvero << depotenziando >> le azioni degli altri soci attraverso meccanismi di voto a scalare che allentino il nesso tra rischio (in termini di capitale investito) e potere di influire, sia pure indirettamente, sulle scelte di gestione della società”.

³⁷⁸ Ravvisa esplicitamente un limite in tale principio anche G. FERRARINI, *op. cit.*, pag. 2 e C. R. BEDOGNI, *op. cit.*, pag. 194.

³⁷⁹ G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.* (Manuale ante riforma), pag. 204.

principio assoluto bensì *relativo* nel senso anzidetto, ossia che la parità di trattamento vige solo all'interno di ogni particolare categoria azionaria³⁸⁰.

D'altronde, se così non fosse, vi sarebbe una contraddizione in termini laddove da una parte si richiede un'uguaglianza dei diritti azionari e, dall'altra, si ammette la possibilità di creare azioni con diritti diseguali.

Ne consegue che il primo comma dell'art. 2348 c.c., almeno nella parte in cui prevede che le azioni "conferiscono ai loro possessori uguali diritti", ha evidentemente perso valenza normativa per effetto del successivo nuovo terzo comma³⁸¹.

Peraltro anche la prima parte in cui è previsto che le azioni "devono essere di uguale valore", se con valore deve intendersi il "valore nominale"³⁸², rischia di diventare un refuso che andava probabilmente corretto, o comunque meglio coordinato, dalla novella del 2003 che ha introdotto la possibilità di emettere azioni con valore nominale inespresso (art. 2346, secondo comma, c.c.)³⁸³.

b) *Il rispetto degli altri connotati ontologici ed essenziali delle azioni*

La riforma, nell'ottica di agevolare l'iniziativa statutaria, si è ispirata ad una liberalizzazione di forma e contenuto dello strumento azionario, "scardinandone" principi che, in passato, erano ritenuti regole basilari.

Si pensi, sotto l'aspetto formale, alla facoltà di non emettere materialmente i titoli azionari³⁸⁴ oppure a quella - di cui si è fatto appena cenno - di emettere azioni prive del valore nominale.

³⁸⁰ V. anche, retro, pag. 30, nt. 75.

³⁸¹ Sostanzialmente dello stesso avviso: A. PISANI MASSAMORMILE, cit. "Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi", pag. 1291.

³⁸² Cfr., prima della riforma, M. BIONE, *op. cit.*, pag. 14.

³⁸³ Anche se i commentatori della riforma hanno fornito un'interpretazione correttiva della regola stabilita dal primo comma dell'art. 2348 c.c. attribuendo all'inciso "uguale valore" una portata più generale - che prescinde dal valore nominale in senso stretto - da intendersi nella sua funzione organizzativa di misuratore dell'entità della partecipazione: cfr. F. MARTORANO, *op. cit.*, pag. 135; A.A. V.V. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *op. cit.*, pag. 64.

³⁸⁴ La previsione della possibilità di non emettere materialmente i titoli (c.d. *chartula*) ha così introdotto un sistema di *dematerializzazione totale facoltativa* delle azioni che si contrappone al sistema di *dematerializzazione totale obbligatoria* previsto, invece, qualora la società sia quotata in mercati regolamentati ovvero abbia azioni od obbligazioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante secondo i criteri individuati dalla Consob.

Sotto un aspetto più sostanziale, è stata invece prevista la possibilità di derogare al principio di proporzionalità tra conferimenti ed assegnazione di azioni nonché quella di emettere azioni postergate nelle perdite. La novella ha poi segnato il definitivo tramonto del principio di necessario bilanciamento tra diritti patrimoniali e diritti amministrativi nonché il superamento del principio un'azione un voto.

In tale contesto è inevitabile chiedersi quali siano ad oggi gli elementi, residui ed essenziali, dell'azione che non possono essere in alcun intaccati e di fronte ai quali l'autonomia statutaria si debba quindi "arrestare" nell'ambito della creazione di categorie speciali atipiche³⁸⁵.

b1) La prima regola che non può essere in nessun modo scalfita è che le azioni costituiscono, a differenza degli strumenti finanziari ex art. 2346 e ss. c.c., frazioni del capitale sociale il cui valore deve necessariamente coincidere con l'equivalente monetario dei conferimenti effettuati (art. 2346, comma quinto, c.c.)³⁸⁶.

Pertanto azioni atipiche che possano comportare, direttamente od indirettamente, una qualche alterazione di tale principio sono radicalmente inammissibili.

b2) Altro principio sottratto al processo riformatore è il principio di indivisibilità delle azioni sancito dall'art. 2347 c.c..

La norma, infatti, è stata modificata solo dall'introduzione del rinvio agli artt. 1105 e 1106 c.c. per la nomina del rappresentante comune in caso di contitolarità azionaria, ma è rimasto fermo il principio di indivisibilità che, in effetti, non pare derogabile in quanto risponde all'esigenza strutturale delle società di capitali di

³⁸⁵ Un'indagine in tale senso è stata effettuata anche da A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 282 il quale rileva: "alle azioni costituenti categorie speciali può essere attribuito all'autonomia statutaria, liberamente, ogni possibile contenuto, a condizione che non perdano il loro connotato essenziale. A condizione, cioè, che, per effetto della configurazione dei diritti di cui esse siano fornite o che ad esse accedono, non cessino di essere azioni di società". Tuttavia l'A. ha incentrato la propria attenzione sul limite di cui al p.ti a) che segue.

³⁸⁶ Cfr. A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 283.

avere un'unità di misura non frazionabile che risulta funzionale, soprattutto, all'organizzazione e circolazione della partecipazione sociale³⁸⁷.

Dal principio di indivisibilità è opinione comune che tragga origine il principio di inscindibilità che, viceversa, non è espressamente contemplato dall'art. 2347 c.c..

Esso inibisce la divisione dei diritti azionari, nel senso che al solo titolare dell'azione spetterebbe il loro esercizio con la conseguenza, in particolare, che essi non potrebbero essere ceduti a nessun'altro: da qui l'inscindibilità, per l'appunto, del legame tra titolarità delle azioni ed esercizio dei corrispondenti diritti³⁸⁸.

L'unica forma dissociativa consentita dalla legge³⁸⁹ è prevista dall'art. 2352 c.c. che, in caso di pegno, usufrutto e – ora anche - sequestro di azioni, attribuisce il diritto di voto, salvo convenzione contraria, non al socio, ma a soggetti “terzi” identificati, rispettivamente, nel creditore pignoratizio, nell'usufruttuario e nel custode.

Prima della riforma è stato osservato come il principio di inscindibilità non ostasse ad una distinta attribuzione di quei diritti che, pur connessi alla partecipazione sociale, se ne fossero “distaccati a seguito della relativa delibera per assurgere al rango di autonomi diritti soggettivi, ormai estranei all'organizzazione societaria”³⁹⁰.

³⁸⁷ Cfr., di recente, D.U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, pag. 71. In precedenza fu osservato da M. BIONE, *op. cit.*, pag. 24: “L'indivisibilità attiene ad una caratteristica regola organizzativa della s.p.a. che preclude l'esercizio dei diritti del socio – singolarmente considerati - in conformità ad una misura convenzionale ed infrazionabile”.

³⁸⁸ Osserva C. ANGELICI, *ult. op. cit.*, pag. 3 che inscindibilità ed indivisibilità coinvolgono la struttura organizzativa sotto due diversi profili. “Nel caso della indivisibilità si tratta di una conseguenza della tecnica organizzativa per la quale con le azioni vengono preventivamente individuate le partecipazioni-tipo la cui imputazione soggettiva permetterà di misurare quantitativamente i diritti del socio; con la inscindibilità si pone invece un problema concernente i reciproci rapporti tra questi diritti, l'interrogativo, cioè se, assolvendo essi una funzione unitaria, sia coerente l'eventualità che la loro titolarità si articoli tra soggetti diversi”.

³⁸⁹ Fatte salve ovviamente le ipotesi di rappresentanza previste dalla legge (ad es. la rappresentanza in assemblea mediante il conferimento di deleghe di voto ex art. 2372 c.c.).

³⁹⁰ Così M. BIONE, *op. cit.*, pag. 31, con riferimento al diritto di opzione, al diritto di percezione del dividendo già deliberato, alla quota di liquidazione o alle somme assegnate ai soci per effetto di una delibera di riduzione del capitale esuberante. Sul punto anche B. VISENTINI e C. ANGELICI, nelle rispettive *op. cit.*.

Ed è chiaro che se questo fosse l'unico contesto ammissibile per una scissione dei diritti, ciò potrebbe avvenire in particolar modo per quelli patrimoniali che, in quanto fisiologicamente adatti a tradursi in diritti di credito, si prestano a quel "distaccamento" dalla partecipazione non congeniale, invece, per i diritti amministrativi³⁹¹.

Tuttavia, in tal caso, i diritti in questione sarebbero in realtà diritti soggettivi già usciti dalla sfera dei diritti sociali e, quindi, la loro disposizione avverrebbe comunque di fuori del contesto di scindibilità.

Di conseguenza non dovrebbe nemmeno porsi il problema dell'efficacia reale (ossia nei confronti della società) dell'atto dispositivo avendo esso, unicamente, efficacia inter partes tra soggetti la cui qualità di soci non assume rilevanza alcuna nel negozio da essi perfezionato.

In ogni caso, una volta acclarato il principio di inscindibilità che la dottrina ritiene sussistere seppur con interpretazioni ed argomentazioni diverse, ciò che conta stabilire in questa sede è se esso sia un principio derogabile o meno.

Molti degli autorevoli contributi dottrinali ante riforma si sono espressi sulla sostanziale inderogabilità³⁹². In linea di massima quindi il principio in esame assurge a vero e proprio limite nella configurazione di categorie atipiche.

Rimane solo da chiedersi se l'accentuata libertà riconosciuta all'autonomia statutaria dalla recente novella lo abbia in qualche modo intaccato.

Non essendovi nessuna indicazione di sorta da parte della novella è chiaro che tale valutazione può essere fatta solo considerando l'*animus legis* di cui sono espressione le tante novità introdotte nella disciplina azionaria e, più di tutte, la conclamata atipicità delle categorie azionarie ex art. 2348 c.c..

Sulla base di essa e nel solco di quanto già prospettato in dottrina si potrebbe tutt'al più supporre una parziale scindibilità dei diritti azionari limitata a quelli di

³⁹¹ Cfr. M. BIONE, *op. cit.*, pag. 32.

³⁹² Cfr. B. VISENTINI, *op. cit.*, pag. 976 che esplicitamente afferma: "il principio della inscindibilità costituisce uno degli elementi essenziali della disciplina delle società per azioni e non può essere derogato". Secondo C. ANGELICI (*ult. op. cit.*, pag. 3) il principio di inscindibilità, "se affermato, individuerrebbe esigenze generali ed un connotato qualificante della partecipazione azionaria, sottratto quindi anche alla disponibilità dell'autonomia statutaria".

natura patrimoniale, con la creazione di categorie di azioni che riconoscano la possibilità di cedere ad altri soci, con effetto reale nei confronti della società, i propri diritti agli utili ed alla quota di liquidazione. D'altro canto tale atto dispositivo non sembrerebbe poter pregiudicare né i diritti dei terzi né le regole di buon funzionamento della società.

Tuttavia perché ciò sia ammissibile la scindibilità dei diritti patrimoniali potrebbe essere solo parziale potendo, in caso contrario, concretizzarsi una violazione del divieto di patto leonino.

Diverso è il discorso relativo alla scindibilità dei diritti amministrativi ed in particolare del diritto di voto. In tal caso, infatti, la possibilità di cedere il diritto di voto ad un terzo socio incontra il divieto insormontabile del voto plurimo dal momento che egli si troverebbe, di fatto, a possedere una quantità di azioni a cui corrisponderebbe un maggior numero di voti (*voto incrementativo*, non consentito).

Anche gli altri diritti amministrativi non sembrano poter essere oggetto di scissione dal momento che ciò potrebbe arrecare uno sfasamento degli equilibri degli assetti azionari con ripercussioni sul regolare funzionamento della società.

Non v'è dubbio poi che ove si ritenesse derogabile il principio di inscindibilità ci si esporrebbe al rischio di una pericolosa dispersione dei diritti azionari.

b3) Vale la pena evidenziare che la riforma, ammettendo la possibilità di assegnare le azioni in modo non proporzionale ai conferimenti (art. 2346, comma quarto, c.c.), ha aperto la via alla possibilità che un soggetto diventi socio senza conferire nulla nel senso che il conferimento relativo ad una data partecipazione potrebbe essere prestato, in toto od in parte, da altri soci o addirittura da terzi³⁹³.

³⁹³ E' la figura del socio beneficiario non conferente ritenuta ammissibile da G.A. RESCIO, *op. cit.*, pag. 107 e ss.. Ad ostacolare tale figura è la disposizione generale prevista dall'art. 2247 c.c. che pare richiedere una coincidenza tra conferente e socio, ma la formulazione della norma è dubbia e sussistono valide argomentazioni a sostegno della legittimità della posizione del beneficiario non conferente. Innanzitutto nulla vieta di pensare che il conferimento possa essere effettuato non direttamente bensì indirettamente dai soci mediante l'apporto, a vantaggio di questi ultimi, da parte di terzi (conferimento indiretto). Inoltre, quanto previsto dall'art. 2247 c.c. può essere interpretato alla luce degli altri principi contenuti nell'apparato normativo societario. In particolare nelle società di capitali, sebbene si sia visto come le qualità personali dei soci possano ora acquisire una certa rilevanza, è principio generale che i conferimenti sono finalizzati, in primo luogo, a costituire una garanzia per i creditori con la conseguenza

Infatti, sulla base del combinato disposto di cui ai commi 4 e 5 dell'art. 2346 c.c., ciò che conta è che il valore complessivo dei conferimenti equivalga all'ammontare globale del capitale sociale³⁹⁴, potendo a nulla rilevare la perfetta coincidenza tra conferimento ed assegnazione proporzionale di azioni qualora, ovviamente, i soci, nell'atto costitutivo, si siano avvalsi della deroga contenuta nel citato quarto comma.

Ampia libertà, dunque, anche per quanto concerne conferimento ed attribuzione di quote di capitale con la conseguenza che oggi l'obbligo del conferimento, prima elemento tipologico dello strumento azionario, non ne è più un connotato essenziale.

A scanso di equivoci, va detto che il non conferimento non può comunque costituire elemento di specialità dato che rileva in una fase precedente all'investitura di socio e non va comunque ad incidere sul contenuto dei titoli azionari.

b4) Uguaglianza relativa, indivisibilità ed inscindibilità (nei termini sopra esposti) costituiscono elementi indefettibili delle azioni che, quindi, non possono essere in alcun modo scardinati dall'autonomia dei soci per la creazione di categorie speciali di azioni.

Questi, tuttavia, sono elementi che emergono da un esame meramente introspettivo dello strumento azionario.

Ma l'individuazione dei connotati essenziali ed ontologici delle azioni non può prescindere da un esame a più largo spettro che coinvolga gli altri mezzi di

che tale finalità è soddisfatta qualora si concretizzi il fatto obiettivo del versamento dei conferimenti, a prescindere quindi da coloro che li hanno effettuati, siano o meno, questi, i "futuri" soci. L'art. 2346 c.c. costituisce poi una norma speciale rispetto all'art. 2247 c.c., disposizione invece di carattere generale ed anche sotto tale aspetto la configurabilità del beneficiario non conferente può risultare legittima. A tutela dei creditori sociali ed a salvaguardia del principio della certezza ed effettiva consistenza del capitale sociale, il quinto comma dell'art. 2346 c.c. dispone che "in nessun caso il valore dei conferimenti può essere complessivamente inferiore all'ammontare globale del capitale sociale". E' richiesta quindi una perfetta coincidenza tra valore dei conferimenti ed ammontare del capitale sociale e non più tra singolo valore azionario e partecipazione, con ciò prescindendo dai conferimenti effettuati da ogni singolo socio. Il socio non conferente beneficerebbe di una donazione da parte dei conferenti. Osserva, però, D.U. SANTOSUOSSO, *op. cit.*, pag. 58 che la figura del non conferente provocherebbe un'eccessiva alterazione dei principi societari ed, in particolare, del principio di parità di trattamento.

³⁹⁴ Principio, questo, inattuabile dal momento che salvaguardia l'effettività del capitale sociale a tutela dei diritti dei terzi creditori.

finanziamento³⁹⁵ della società che la riforma ha notevolmente implementato, da una parte, mediante la modifica della disciplina delle azioni e delle obbligazioni e, dall'altra, mediante l'introduzione degli strumenti finanziari ex art. 2346 e ss. c.c..

In altri termini la compresenza di "prodotti finanziari" diversi e, soprattutto, i vari aspetti di affinità e contiguità che presentano gli istituti pongono inevitabilmente a carico dell'interprete l'arduo compito di tracciarne i confini.

La prima immediata sensazione che si ha dall'esame dell'intero panorama è che il previgente netto *discrimen* tra capitale di rischio (azioni) e capitale di debito (obbligazioni) risulti oggi a dir poco labile.

La rigida distinzione tra socio e creditore è indubbiamente sfumata³⁹⁶ e la distinzione tra <<azionista-socio>> ed <<obbligazionista-creditore>> è venuta meno lasciando il posto alla categoria più generale ed omnicomprensiva dell'<<investitore-finanziatore>>³⁹⁷.

Non v'è dubbio che la ragione di tale mutata impostazione risieda soprattutto nell'introduzione degli strumenti finanziari ex art. 2346 e ss. c.c.³⁹⁸ che sono stati affiancati alle azioni ed alle obbligazioni, anche se le azioni di risparmio e le obbligazioni convertibili in azioni avevano già manifestato in precedenza i primi segni di cedimento della rigida bipartizione <<azionista-socio>> ed <<obbligazionista-creditore>>.

Inoltre, se nella disciplina previgente le azioni costituivano l'elemento principale su cui si fondava il sovvenzionamento (partecipato) alla società, l'accentuata libertà creativa nella configurazione degli strumenti di finanziamento ha, di fatto, degradato le azioni a strumenti sì necessari ma forse comprimari, e ciò

³⁹⁵Sul tema del finanziamento si vedano, in particolare, i contributi, tra gli autori citati, di G. FERRARINI, M. LAMANDINI, M. NOTARI, A. PISANI MASSAMORMILE, C. RABITTI BEDOGNI, nelle rispettive *op. cit.*. Si vedano anche: A. BARTALENA, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in BBTC, 2004, I, pag. 293; N. SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in BBTC, 2004, I, pag. 283; U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in Riv. soc., 2004, pag. 1082.

³⁹⁶Cfr. A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1272.

³⁹⁷Così U. TOMBARI, *op. cit.*, pag. 1095.

³⁹⁸Definiti come la categoria "intermedia" tra le azioni e le obbligazioni (cfr. U. TOMBARI, *op. cit.*, pag. 1093) o come *tertium genus* di strumenti finanziari intermedi (M. LAMANDINI, *op. cit.*, pag. 519).

nonostante la precisazione del riformatore che ha tenuto (comunque) a sottolinearne il ruolo centrale³⁹⁹.

In ogni caso ne è evidente la mutazione. Infatti non pare possa mettersi in dubbio che la struttura finanziaria della s.p.a. risulti oggi improntata non tanto sulle azioni, bensì sulla categoria generale degli "strumenti finanziari" al cui novero appartengono le azioni stesse, nonché le obbligazioni e le (altre) tipologie di strumenti finanziari previste dal codice civile, con ciò ricalcando l'impostazione antesignana del Tuf.⁴⁰⁰

In tale contesto azioni ed obbligazioni finiscono col rappresentare strumenti finanziari *nominati* che si contrappongono a quelli *innominati e/o ibridi* di cui all'art. 2346 (sesto comma) e ss. c.c.⁴⁰¹.

Denominatore comune è l'*apporto* (inteso nella sua accezione più ampia ed omnicomprensiva⁴⁰²) richiesto all'investitore per acquisire dei diritti che, a seconda dei casi, possono spaziare dai diritti prettamente sociali (amministrativi e/o patrimoniali) a meri diritti di credito ed, in tale ambito, si incontra una delle novità di maggior rilievo dal momento che, grazie soprattutto all'introduzione degli strumenti finanziari ibridi, non vi è più una netta e rigida separazione tra diritti azionari e non.

Nell'ambito delle azioni, l'apporto è costituito dai conferimenti che altro non sono che apporti con vincolo di destinazione a capitale. Secondo l'art. 2342 c.c. essi possono (e continuano ad) essere costituiti da denaro, da crediti, da beni in natura, ma mai da opere e/o servizi.

Nell'ambito degli strumenti finanziari ex art. 2346 e ss. c.c. la gamma delle entità apportabili si amplia consentendo ai sottoscrittori dei titoli di offrire, oltre a

³⁹⁹ V. precedente nt. 55.

⁴⁰⁰ Ci si riferisce in particolare all'art. 1, comma 2, del Tuf. sulla definizione di strumenti finanziari.

⁴⁰¹ In questo senso anche A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1272.

⁴⁰² Secondo M. NOTARI, *op. cit.*, pag. 546 il termine apporto identifica in modo generico e atecnico la prestazione sinallagmatica dovuta alla società in cambio dell'emissione dello strumento finanziario.

tutte le entità previste dall'art. 2342 c.c., anche prestazioni di opere e/o di servizi e forse anche apporti di natura diversa⁴⁰³.

Per quanto concerne le obbligazioni, ai loro titolari possono essere richiesti solo apporti in denaro e sotto tale aspetto nulla è cambiato a seguito dell'entrata in vigore della disciplina riformatrice. Alcune delle novità introdotte in tema di prestito obbligazionario hanno però contribuito ad attenuare il divario di cui si è detto tra capitale di rischio (connotato essenziale dell'azione) e capitale di debito⁴⁰⁴.

Ci si riferisce in particolare alle obbligazioni subordinate ex art. 2411 c.c.⁴⁰⁵ nelle quali i tradizionali diritti degli obbligazionisti al pagamento degli interessi ed al rimborso del capitale sono, in tutto od in parte, subordinati all'integrale soddisfacimento degli altri creditori, in caso di liquidazione volontaria o di assoggettamento a procedura concorsuale della società emittente: gli obbligazionisti rischiano così di concorrere all'eventuale andamento economico negativo della società.

Nell'ambito della generale atipicità delle forme di finanziamento gli strumenti finanziari partecipativi⁴⁰⁶ ex art. 2346 e ss. c.c. sono, probabilmente, quelli ad atipicità più spiccata dal momento che la loro regolamentazione è demandata⁴⁰⁷, pressoché integralmente, allo statuto, sia per quanto concerne i loro diritti, che possono essere di natura e amministrativa e patrimoniale con la sola esclusione

⁴⁰³ Quali – sempre secondo M. NOTARI, *op. cit.* - obblighi di non fare, la prestazione del consenso all'uso del nome etc.

⁴⁰⁴ Cfr., tra gli altri, C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, pag. 208. Del resto è la stessa Relazione al d.lgs. 6/03 ad ammettere che tale tipologia di prestito obbligazionario contribuisca ad assottigliare la linea di confine tra capitale di rischio e capitale di debito.

⁴⁰⁵ Già previste peraltro nel Testo Unico Bancario all'art. 12, comma 7 sui prestiti subordinati, irredimibili o rimborsabili (v. G.B. PORTALE, <<Prestiti subordinati>> e <<prestiti irredimibili>>, in BBTC, 1996, I, pag. 1).

⁴⁰⁶ Il termine "partecipativi" deve essere inteso come sinonimo di "amministrativo" e quindi sono strumenti finanziari partecipativi quelli "forniti (anche) di diritti amministrativi" (così U. TOMBARI, *op. cit.*, pag. 1094).

⁴⁰⁷ Pienamente condivisibile è l'osservazione di A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1276 secondo cui il principio di uguaglianza relativa sancito, per le azioni, dall'art. 2348 c.c. ("tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti") debba trovare applicazione, in via analogica, anche nell'ambito delle categorie degli strumenti finanziari.

del diritto di voto in assemblea generale⁴⁰⁸, sia per quanto concerne le modalità e condizioni di emissione nonché le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e le norme di circolazione.

Sulla base della disciplina codicistica, sostanzialmente quattro⁴⁰⁹ possono essere le principali configurazioni di tali strumenti finanziari: 1) quella più generale prevista dall'art. 2346 c.c.; 2) quella contemplata dall'art. 2349 c.c. che consente l'assegnazione di strumenti finanziari ai dipendenti; 3) quella stabilita dall'art. 2411, comma terzo, c.c. che estende la disciplina obbligazionaria a tutti gli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società; 4) quella prevista dall'art. 2447 ter c.c. relativa agli strumenti finanziari emessi nell'ambito dei patrimoni destinati ad uno specifico affare.

Trascendendo dai tanti aspetti e problematiche connesse alle forme di finanziamento diverse dalle azioni che questa sede non consente certo di approfondire ulteriormente, occorre rilevare che gli strumenti finanziari hanno sovvertito molti dogmi del sistema azionario.

Primo su tutti quello che consente ai titolari di strumenti finanziari di partecipare all'attività amministrativa della società, prima riservata esclusivamente ai soci, mediante l'esercizio di alcuni diritti che potranno essere loro conferiti quali, ad esempio, il diritto di voto che, seppur confinato al di fuori delle materie di competenza dell'assemblea generale, potrà essere attribuito su argomenti specifici; od, ancora, il diritto di nominare un membro indipendente del consiglio di amministrazione o di sorveglianza o del collegio sindacale.

E' chiaro dunque che la legge, con le modifiche apportate in tema di finanziamento alle imprese, ha permesso una combinazione indefinita di strumenti finanziari anche diversi dalle azioni, ma che potranno avere con esse molteplici aspetti di contiguità e/o diritti affini.

⁴⁰⁸ Da segnalare però che M. NOTARI, *op. cit.*, pag. 551, anche sulla base dell'interpretazione dell'art. 2506 ter, comma 4, c.c. e dell'art. 2526, comma 2, c.c., ha espresso dubbi sulla privazione del diritto di voto in assemblea generale.

⁴⁰⁹ Secondo lo schema tracciato da A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pag. 1288.

Ricerca nel loro raffronto i connotati essenziali delle azioni è forse impresa vana dal momento che, probabilmente, l'unico e vero elemento distintivo delle azioni è, e continuerà ad essere, la loro imputazione a capitale sociale, a prescindere dalla varietà dei diritti che potranno essere loro attribuiti⁴¹⁰.

4) La modificabilità dei diritti diversi dal voto e da quelli patrimoniali

L'elaborazione di categorie atipiche presuppone anche una valutazione dell'alterabilità che la legge espressamente non prevede in ordine ai diritti diversi dal voto (a cui sono inscindibilmente legati quelli di intervento in assemblea e di impugnativa delle delibere assembleari) e da quelli patrimoniali.

Tali diritti sono principalmente:

- a) il diritto di opzione (art. 2441 c.c.);
- b) il diritto di recesso (art. 2437 c.c.);
- c) il diritto di ispezione dei libri contabili (art. 2422 c.c.);
- d) il diritto di richiedere la convocazione dell'assemblea (art. 2367 c.c.);
- e) il diritto di impugnare consiliari (art. 2388 c.c.)
- f) il diritto al risarcimento dei danni ex art. 2377, comma terzo, c.c.;
- g) il diritto di denuncia al collegio sindacale (art. 2408 c.c.) ed al tribunale (art. 2409 c.c.)
- h) il diritto di promuovere azioni di responsabilità nei confronti: degli amministratori (art. 2393 e ss. c.c.); dei sindaci (art. 2407 c.c.); dei controllori contabili (art. 2409 sexies c.c.); dei consiglieri di gestione e di sorveglianza nel sistema dualistico (art. 2409 decies e ss.c.c.); del consiglio di amministrazione e del comitato per il controllo sulla gestione nel sistema monistico (art. 2409 noviesdecies c.c.).

⁴¹⁰ Cfr., tra gli altri, U. TOMBARI, *op. cit.*, pag. 1092 secondo cui "la fattispecie azione sembra avere come unico elemento unificante e caratterizzante quella di essere un *titolo rappresentativo di capitale* ...".

a) *Sul diritto di opzione*

Prima della riforma la modificabilità statutaria del diritto di opzione, con una sua limitazione o addirittura esclusione, aveva trovato pareri contrastanti in dottrina⁴¹¹.

La novella ha introdotto nel quarto comma dell'art. 2441 c.c. la seguente disposizione: "nelle società con azioni quotate nei mercati regolamentati lo statuto può altresì escludere il diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione dalla società incaricata della revisione contabile".

Autorevole dottrina sembra ritenere che essa costituisca l'unica ipotesi di limitazione del diritto di opzione idonea a configurare una categoria speciale di azioni⁴¹².

In ogni caso, più in generale, anche in relazione al diritto di opzione l'elemento dirimente è costituito dal suo carattere disponibile od indisponibile sul quale vi è obiettiva incertezza.

Infatti se da un lato il dettato normativo pare propendere per la sua inderogabilità (recita la norma: "le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni *devono* essere offerte ai soci in proporzione alle azioni possedute") stante la sua funzione di tutela del diritto del socio a che la sua partecipazione rimanga inalterata a seguito di aumento di capitale, d'altra parte si potrebbe replicare che, nell'ambito della riconosciuta autonomia dei soci, dovrebbe essere consentito loro di rinunciarvi⁴¹³.

⁴¹¹ In senso positivo: B. VISENTINI, *op. cit.*, pag. 988; M. BIONE, *op. cit.*, pag. 51 nt. 24. Contra R. NOBILI, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958; F. GALGANO, *La società per azioni*, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, Vol. VII, Cedam, 1988

⁴¹² Cfr. M. NOTARI, *op. cit.*, pag. 552 che afferma: "Non si può peraltro escludere, alla luce della novella dell'art. 2441, comma 4, c.c. (... omissis) che vengano create categorie speciali di azioni caratterizzate dal fatto di poter essere private del diritto di opzione, nei limiti ora ricordati. Si tratterebbe cioè di ipotesi in cui lo statuto si avvale della facoltà di consentire all'assemblea straordinaria l'esclusione del diritto di opzione *solamente per una parte delle azioni in circolazione*, ben potendo essere tale *demenutio* l'unico "diritto diverso" che contraddistingue la categoria speciale ai sensi dell'art. 2348 c.c."

⁴¹³ Cfr. M. LAMANDINI, *op. cit.*, pag. 523 il quale rileva che: "la questione che a riguardo si pone è dunque quella di chiedersi se il legislatore, con la previsione dell'art. 2441, voglia proteggere i soci anche

Peraltro è bene precisare che i maggiori problemi interpretativi concernono una modificabilità in *pejus* del diritto, nulla ostando un'attribuzione addizionale⁴¹⁴ nonché una sua cessione⁴¹⁵.

Ma se il diritto è cedibile, e quindi disponibile⁴¹⁶, non si vede davvero perché la sua esclusione o limitazione non possa essere oggetto della specialità di una data categoria azionaria.

E' evidente che non trattasi di un'imposizione nei confronti del socio ma di una sua scelta consapevole nel sottoscrivere azioni che egli sa essere prive o limitate del diritto di opzione con il rischio, in caso di aumento di capitale, di vedere alterato il suo "peso" all'interno della società. Per rendere tali strumenti appetibili sarà inevitabile prevedere diritti aggiuntivi compensativi⁴¹⁷.

b) *Sul diritto di recesso*

La disciplina previgente in tema di recesso ne ammetteva l'esercizio solo nei tre casi, rispettivamente, di modificazione dell'oggetto sociale, di trasferimento della sede all'estero e di trasformazione della società.

Non solo, ma l'ultimo comma dell'art. 2437 c.c., nella sua precedente formulazione, comminava la nullità di qualsiasi patto che escludesse il diritto di recesso o ne rendesse oltremodo gravoso il suo esercizio. Esso era quindi considerato un diritto essenziale ed inderogabile dell'azione⁴¹⁸.

Con la riforma la disciplina è stata totalmente sconvolta.

Il nuovo art. 2437 c.c. prevede infatti i tre seguenti diversi gruppi di cause di recesso:

contro se stessi, impedendo cioè loro di assumere decisioni in fase iniziale del rapporto destinate a valere per tutta la durata dello stesso, o viceversa rimetta all'autoresponsabilità di ognuno la protezione dei propri interessi anche futuri".

⁴¹⁴ Cfr. F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 84 e M. BIONE, *op. cit.*, pag. 51, nt. 24.

⁴¹⁵ Tra gli altri R. ROSAPEPE, *Opzione (diritto di)*, in *Digesto delle discipline privatistiche - sezione commerciale*, Torno, Utet, 2005 (ristampa) vol. X, pag. 376.

⁴¹⁶ Va ricordato che il diritto di opzione è considerato un diritto dal contenuto misto, rivestendo esso una duplice funzione, amministrativa e patrimoniale [cfr. G.F. CAMPOBASSO, *op. cit.* (Manuale ante riforma), pag. 492].

⁴¹⁷ Post riforma, si è espresso a favore dell'ammissibilità di azioni escluse o limitate nell'esercizio del diritto di opzione: F. MARTORANO, *op. cit.*, pag. 137 nonché, forse più cautamente, F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 83.

⁴¹⁸ Così B. VISENTINI, *op. cit.*, pag. 985.

- cause di recesso necessarie ed inderogabili, alcune connesse all'organizzazione societaria [primo comma, lett. a), b), c), d), nonché l'ipotesi di cui al terzo comma], altre inerenti allo status di socio [primo comma, lett. f) e g)];
- cause di recesso legali, ma derogabili, indicate dal secondo comma;
- cause di recesso facoltative o pattizie riservate, però, alle sole società che non fanno ricorso al mercato di capitale di rischio (quarto comma).

L'ultimo comma poi, coordinandosi con la nuova struttura della disciplina ed in particolare con le ipotesi di recesso derogabili e pattizie, ha stabilito la nullità delle sole convenzioni volte ad escludere o rendere più gravoso l'esercizio delle cause di recesso inderogabili.

Pertanto ora sono unicamente queste ultime a non poter essere modificate, con ciò lasciando la più ampia libertà all'autonomia statutaria di prevedere cause di recesso aggiuntive ai sensi del terzo comma.

Ne deriva che la specialità azionaria potrà ben essere caratterizzata da cause particolari di recesso con la conseguente configurazione di categorie *ad hoc* ex art. 2348 c.c.⁴¹⁹.

c) Relativamente agli altri diritti sia di natura amministrativa sia di informazione
In ordine ai diritti di informazione [in particolare, quello sub. lett.c) dell'elenco formulato all'inizio del paragrafo] ed agli altri diritti amministrativi [lett. da d) a h) sempre del predetto elenco] si può uniformare il discorso.

Per la particolare importanza che assumono e per la funzione che svolgono (alcuni di essi anche a garanzia del regolare andamento della società soddisfacendo quindi l'interesse non solo dei singoli azionisti ma anche quello più generale della società) non pare potersi ammettere una loro limitazione né tanto meno una loro esclusione⁴²⁰.

⁴¹⁹ Del medesimo avviso: F. MAGLIULO, *op. cit.*, pagg. 82-83.

⁴²⁰ Cfr. M. LAMANDINI, *op. cit.*, pag. 523 che afferma la necessità dell'attribuzione "quanto meno di alcuni diritti amministrativi minori e insopprimibili che, con funzioni di controllo e di protezione dell'investimento, la legge ricollega alla semplice qualità di azionista. Si pensi al diritto di ispezione dei libri sociali di cui all'art. 2422 c.c. od al diritto di chiedere il risarcimento del danno derivante da deliberazioni non conformi alla legge o allo statuto quando pur non si abbia diritto all'impugnazione (art. 2377, comma 3°) o ancora al diritto di impugnare le delibere del consiglio di amministrazione ai sensi dell'art. 2388, comma 3°". Dello stesso avviso anche F. MARTORANO, *op. cit.*, pag. 137 il quale rileva

Tutt'al più potrebbe ritenersi legittima una loro maggiorazione, idonea a costituire un valido elemento di specialità per caratterizzare una categoria azionaria⁴²¹.

5) La conversione delle azioni

Inizialmente la conversione di azioni fu introdotta dalla miniriforma di cui alla L. 216/1974 in materia di azioni di risparmio ed è stata poi mantenuta nella nuova disciplina del Tuf. (art. 145, settimo comma)⁴²², ma nessun riferimento alla conversione è stato mai presente nel codice civile, almeno sino all'entrata in vigore della recente riforma.

Essa infatti ha introdotto uno specifico caso di conversione per le azioni correlate ex art. 2350 c.c.. In base alla norma, lo statuto, tra i diversi elementi che deve prevedere in caso di emissione di azioni di settore, può stabilire eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria⁴²³.

che il riconoscimento di diritti patrimoniali aggiuntivi non potrebbe mai compensare l'esclusione o la limitazione del potere di impugnare le delibere assembleari o di denuncia al collegio sindacale ed al tribunale ai sensi degli artt. 2408 e 2409 c.c. in quanto a tutela di un regolare funzionamento della società, ovvero del diritto di prendere visione ed estrarre copia dei libri sociali, siccome a garanzia della informazione del socio. Nella medesima direzione: N. ABRIANI, *op. cit.* (commento sub art. 2348 c.c.), pag. 266 ed ante riforma P. DE BIASI, *op. cit.*, pag. 817. In giurisprudenza Trib. Cassino, 12/04/1991 in *Giur. di Merito*, 1992, 551 che ebbe a statuire: "è illegittima la clausola dello statuto di una società a responsabilità limitata - e va pertanto negata l'omologazione - la quale preveda una categoria di azioni, sottoscritta da enti pubblici, che attribuisca la facoltà di nomina della maggioranza degli amministratori e di due membri del collegio sindacale, tra cui il presidente".

⁴²¹ In questo senso M. NOTARI, *op. cit.*, pag. 552 il quale formula, ad esempio, l'ipotesi di attribuzione di un potere di controllo analogo a quello spettante ai soci di s.r.l. in assenza del collegio sindacale od, ancora, l'ipotesi di categorie azionarie a cui sia consentito richiedere la convocazione dell'assemblea ex art. 2367 c.c. con una percentuale inferiore di azioni ed, al limite, con la titolarità di un'unica azione. Del medesimo avviso sulla possibilità di dotare categorie speciali di azioni di diritti amministrativi aggiuntivi: F. DIMUNDO, *op. cit.*, pag. 54.

⁴²² La norma contempla la conversione di azioni ordinarie in azioni di risparmio, ma sia la dottrina (V. SALAFIA, *Conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie*, nota a Trib. di Genova 15 gennaio 1994 in *Società*, 1994, 527; S. GUERRA, *La convertibilità tra azioni ordinarie e azioni di risparmio: clausole e modalità*, in *Notariato*, 1996, pag. 50) sia la giurisprudenza (*cit.* Trib. di Genova 15 gennaio 1994 e Trib. di Torino, 24 novembre 2000, in *Società*, 2001, pag. 991) ritiene perfettamente ammissibile anche l'ipotesi inversa.

⁴²³ P. GROSSO, *op. cit.* (*Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*) rileva, facendo un esempio, che la possibilità di conversione potrebbe rispondere a nuove esigenze sia della società che del possessore della categoria di azioni originariamente emessa.

Probabilmente la sua improvvisa comparsa nell'impianto codicistico è riconducibile al fatto che essa è normalmente prevista nelle tracking stokes americane a cui le azioni di settore sono ispirate⁴²⁴.

Tuttavia nulla osta a ritenere che la conversione costituisca un istituto di applicazione generale che possa essere previsto per ogni passaggio da una categoria azionaria all'altra⁴²⁵, seppur notevoli possono essere le insidie legate a tali operazioni dal momento che possono comportare la violazione di alcuni dei limiti previsti per le categorie azionarie.

Su tutti, probabilmente, il rischio della violazione del limite quantitativo di cui all'art. 2351 c.c. qualora la convertibilità riguardi azioni con diritto di voto limitato: ed è di tutta evidenza che in tal caso si potrà procedere alla conversione soltanto nel rispetto di tale limite.

La conversione deve essere prevista nello statuto che dovrà disciplinare le relative modalità con particolare riferimento al numero massimo delle azioni ed ai termini per effettuare l'operazione⁴²⁶.

Tradizionalmente si suole distinguere tra conversione volontaria, forzata ed automatica ed in tutti i casi sarà necessaria la deliberazione dell'assemblea straordinaria diretta anche a vigilare sul rispetto delle condizioni previste.

La prima⁴²⁷ è rimessa esclusivamente all'iniziativa dei soci⁴²⁸ i quali potranno essere tenuti anche al pagamento di un conguaglio in denaro⁴²⁹; ove il potere di

⁴²⁴ Cfr. A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, pag. 298 il quale osserva che nel diritto statunitense tale conversione è solitamente connessa alla cessione od alla cessazione dell'attività di riferimento ovvero all'ammissione od all'esclusione dei titoli emessi dalla società dalla quotazione in mercati regolamentati ovvero a seguito del mancato raggiungimento per alcuni esercizi o entro un certo tempo di parametri di produzione o di fatturazione.

⁴²⁵ Così F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 122 ed anche A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pagg. 1306-1307.

⁴²⁶ Secondo A. PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, pagg. 1307, la conversione *da* od *in* azioni correlate, per il fatto che coinvolgerebbe azioni i cui diritti non coinvolgono l'intera attività della società, ma solo un suo settore, giustifica la richiesta normativa di prevedere *ex ante* nello statuto i dettagli dell'operazione (<<condizioni>> e <<modalità>> di conversione).

⁴²⁷ Sulla cui legittimità non pare possano nutrirsi dubbi: cfr. M. BIONE, *op. cit.*, pag. 73 nonché R. NOBILI, *La disciplina delle azioni di risparmio*, in Riv. soc., 1984, pag. 1219.

⁴²⁸ E non occorrerà la delibera dell'assemblea speciale come si evince dalla massima del Trib. Torino, 24/11/2000 in Società, 2001, pag. 991: "Non pregiudica i diritti della categoria e non rileva pertanto la mancata convocazione dell'assemblea degli azionisti di risparmio la delibera dell'assemblea straordinaria di società per azioni quotata in borsa che consideri la conversione volontaria delle azioni di risparmio in azioni ordinarie, ove la conversione non sia imposta, ma si realizzi solo quale (eventuale) effetto di una

richiedere la conversione sia riservato solo ad alcune azioni, potrà costituire elemento idoneo alla configurazione di categoria.

Con la conversione forzata, invece, l'iniziativa viene presa dalla società la quale, sempre con deliberazione dell'assemblea straordinaria, procede a trasformare le azioni in un'altra categoria.

Merita sicuramente adesione il rilievo secondo cui, in tal caso, la società non potrà imporre ai soci un conguaglio dal momento che ciò contrasta con "il principio generale secondo cui non possono essere richieste ai soci nuove contribuzioni rispetto ai conferimenti promessi al momento della sottoscrizione delle azioni"⁴³⁰.

Infine, qualora sia prevista una conversione automatica, essa scatterà alla scadenza di un termine prestabilito ovvero al verificarsi di un dato evento⁴³¹ ed è chiaro che, al fine di rispettare la parità di trattamento tra i soci, sarà necessario procedere, occorrendo, mediante riparto parziale o sorteggio⁴³².

apposita manifestazione di volontà degli azionisti di risparmio interessati a divenire azionisti ordinari. Non può infatti ravvisarsi un pregiudizio nel fatto in sé della conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie: eventuali conseguenze di carattere pregiudizievole della conversione saranno imputabili esclusivamente alla libera ed autonoma determinazione degli azionisti di risparmio che decideranno di avvalersi del diritto loro concesso dalla delibera degli azionisti ordinari".

⁴²⁹ Cfr. M. BIONE, *op. cit.*, pag. 74.

⁴³⁰ Cfr. F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 124.

⁴³¹ Così M. BIONE, *op. cit.*, pag. 74 e R. NOBILI, *op. cit.*, pag. 67.

⁴³² Cfr. F. MAGLIULO, *op. cit.*, pag. 125.

INDICE DEGLI AUTORI CITATI

- **ABRIANI N.**, *Il divieto del patto leonino*, Milano, Giuffrè, 1994, pag. 118 e ss.;
- **Idem** in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004;
- **Idem** voce “Azioni di risparmio” in *Digesto Commerciale*, agg., I, Torino, 2000, pagg. 51 e ss; Id. *La <<legge Draghi>> e la nuova disciplina delle società quotate*, Utet, Torino, 1999;
- **ACERBI G.**, *Osservazioni sulle stock options e sull’azionariato dei dipendenti*, in Riv. soc., 1998, 1220;
- **ALAIMO**, *La partecipazione azionaria dei lavoratori. Retribuzione, rischio e controllo*, Milano, 1998;
- **ALLEGRI V.** *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, Relazione al Convegno “Finanza e mercato nella riforma delle società di capitali” tenutosi il 18 marzo 2004 presso la Luiss e pubblicata in Riv. dir. impr., 2004, pag. 246;
- **ANGELICI C.**, in *Enciclopedia giuridica Treccani*, Dir. Commerciale, vol. IV, 1991, pag. 4 e ss.
 - **Idem** *Le azioni*, in *Il codice civile - Commentario* diretto da P. Schlesinger, Giuffrè, Milano, 1992;
- **ASCARELLI T.**, *Azioni senza valore nominale*, in Dir. fall., 1950;
- **ASQUINI A.**, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in Riv. Società, 1961, 993;
 - **idem**, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, in Riv. Soc., 1961, pag. 935;
- **ASSOCIAZIONE PREITE**, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. Olivieri, G. Presti, F. Vella, Bologna, Il Mulino, 2003;
- **BADINI CONFALONIERI A.**, in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004;
- **BARTALENA A.**, *Le azioni con prestazioni accessorie*, in BBTC, 1998, pag. 201;
 - **Idem**, *Le nuove tipologie di strumenti finanziari*, in BBTC, 2004, 293;
 - **Idem** *Conferimenti in natura – Versamenti dei soci – Prestazioni accessorie*, in *Trattato delle società per azioni* a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, Utet, Torino, 2004, vol. I***, pag. 845;

- BELLEZZA E., *Nuove opportunità per il finanziamento delle imprese*, in *Dir. e Prat. delle Società*, 2003, fasc. n. 3, pag. 30;
- BELVISO U. in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di ALPA – CAPRIGLIONE, Cedam, Padova, 1998;
- BESSONE, *Il fondo pensione << azionista >>. Le norme di disciplina generale, il regime della cartolarizzazione delle quote di t.f.r.*, in *Riv. dir. impr.*, 2001, 347;
- BIAGI M., *La partecipazione azionaria dei dipendenti tra intervento legislativo e autonomia collettiva*, in *Riv. it. dir. lav.*, 1999, I, 283;
- BIANCA C.M., *Diritto Civile*, III, Il contratto (2), Milano, 2000, n. 280, pagg. 547 e ss..
- BIANCHI A.L., *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società di capitali*, in Benazzo, Patriarca, Presti (curr.), *Il Nuovo diritto societario tra società aperte e società private*, Milano, 2003.
- BIONE M. , *Le azioni* in *Trattato delle società per azioni* dir. da Colombo e Portale, II, 1, Utet, Torino, 1991;
- BLANDINI A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. Comm.* 2004, I, pag. 467 e ss
- BUSANI A. –CANALI C.M., *I nuovi statuti di srl e spa*, Il Sole 24 ORE s.p.a., 2004;
- BUZZI U., *Azioni privilegiate e azioni speciale nella prassi statutaria*, in *Riv. soc.*, 1959, 880 e ss.;
- CABERLOTTO E. , *Del Commercio in generale*, Unione Tipografica Editrice, Torino, 1899;
- CAGNASSO O., in *Digesto delle discipline privatistiche – sez. Commerciale*, voce “Azioni di società”, Utet, Torino, 2005 (ristampa non aggiornata alla riforma del 2003),
- CALLEGARI M., in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004;
- CALVOSA L. *La clausola di riscatto*, Giuffrè, Milano, 1994;
 - *Idem* *La partecipazione eccedente ed i limiti al diritto di voto*, Milano, 1999
 - *Idem* nota a sentenza Cass. civ., sez. II, 16/04/1994, n. 3609 in *BBTC*, 1996, II, 161 e
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto Commerciale*, Vol. 2°, *Diritto delle Società*, Utet, Torino, 2002;

- **CARCANO G.**, *Riscatto di azioni ed azioni riscattabili*, in BBTC, 1983, pag. 507;
- **CARIELLO V. – SPOLIDORO M.S.**, *Parere sub art. 2348 in Parere dei componenti del Collegio dei Docenti del Dottorato di ricerca in diritto commerciale interno ed internazionale*, Università Cattolica di Milano, in Riv. Soc., 2002, 1453.
- **CARMIGNANI S.**, in *La riforma delle società – Commentario del d.lgs. 17/1/2003 n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 2003 (commento sub art. 2437 sexies c.c.) pag. 902 e ss.;
- **CARPINO B.**, *La vendita con patto di riscatto*, in Tratt. Dir. Priv. diretto da P. Rescigno, 11 Torino, 1984;
- **CASELLA M.**, *Legittimità del voto a scalare nelle società per azioni*, in Riv. Società, 1973, 428
- **CASELLI G.**, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in Giur. Comm., 1980, I, 682;
- **CASOTTI – M.R. GHEIDO – D. CIRIOLI – M. BRISCIANI**, *Il nuovo lavoro, Mercato, flessibilità e contratti*, II Edizione, Ipsoa, 2005;
- **CERRATO**, in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004;
- **CERVIO E.**, *La passivity rule dimentica le opzioni finanziarie*, nel fascicolo speciale n. 2 di Guida al Diritto del febbraio 2004, pag. 136 e ss.;
- **CHIAPPETTA**, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa – Capriglione, Padova, 1998, II, 969;
- **CINCOTTI** nota a sentenza del Trib. Cagliari, 19/06/2000 in Riv. Giur. Sarda, 2001, 471;
- **CIVITELLI M.**, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in Giur. Comm. 2004, I, pag. 491 e ss.;
- **COLAVOLPE A.**, *La nuova disciplina delle categorie di azioni*, in Le Società, 2003, fasc. 12, pag. 1591 e ss.;
- **COMUNALE B.**, in *Digesto delle discipline privatistiche – sez. Civile*, voce “Rendiconto”, Utet, Torino, 2004 (ristampa), vol. XVI, pag. 594 e ss.;
- **COSTA C.**, *Le assemblee speciali in Trattato delle società per azioni* dir. da Colombo e Portale, III, 2, Utet, Torino, 1991

- **COSTI R. - D'ALESSANDRO F.**, *Aumento di capitale, categorie di azioni e assemblee speciali*, in Giur. Comm. 1990, I, 563 e ss.
- **COTTINO G.**, *Prestazioni accessorie e poteri dell'assemblea*, in Riv. soc., 1962, pag. 23
 - **idem**, *Diritto commerciale*, I, Padova, 1976;
 - **idem**, *Diritto commerciale*, I, 2, 2° ed., Cedam, Padova, 1987;
- **DAL SOGLIO P.**, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, 2005;
- **DALMARTELLO A., GAMBINO A., JAEGER P.G.** nei tre distinti pareri pro veritate dal titolo comune *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in Giur. Comm., 1979, I, 369 e ss.;
- **DE BIASI P.**, *"Burro e cannoni": le alphabet stock*, in Società, 2002, pag. 815 e
- **DESANA E.**, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto da Cottino, Torino, 1990;
 - **idem**, *Le azioni ed il diritto di voto*, in *La riforma delle società – Profili di disciplina* a cura di S. Ambrosini, Giappichelli, Torino, 2003;
- **DI SABATO F.**, *Manuale delle società*, Utet, 1999;
- **DIMUNDO F.**, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, Giuffrè, Milano, 2003;
- **FERRARA – CORSI**, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 1999;
- **FERRARINI G.**, *Finanza e governo d'impresa nella riforma del diritto azionario*, Relazione 4/7/2003 per il Ce.di.f. - Centro di Diritto e Finanza;
- **FERRI G.**, *Le società*, in Trattato di diritto civile fondato da Vassalli, Torino 1987, 467;
- **FERRO – LUZZI**, *Le azioni di risparmio: << vingt ans apres >>*, in A.A.V.V. *La riforma delle società quotate*, Giuffrè, Milano, 1998;
- **FERRUCCI F. – FERRENTINO C.**, *Le società di capitali, le società cooperative e le mutue assicuratrici, Manuale e applicazioni pratiche dalle lezioni di Guido Capozzi*, Tomo I, Giuffrè, Milano, 2005;
- **FIGA'-TALAMANCA G.**, *Il valore nominale delle azioni*, Giuffrè, 2001
- **FIORIO P.**, in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004;

- FONTANA S., *Le azioni privilegiate nella pratica statutaria*, in Giur. Comm., 1976, I, 516 e ss.;
- FRE' G., in *Commentario del codice civile a cura di A. Scialoja e G. Branca*, Zanichelli Editore, Bologna, 1961;
- FRE' SBISA', *Della società per azioni*, in Commentario Scialoja Branca, Bologna – Roma, 1997;
- GALGANO F. , *Diritto civile e commerciale*, III, 2, Padova, 1994;
 - *idem*, *La società per azioni*, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, Vol. VII, Cedam, 1988;
 - *idem*, *Il nuovo diritto societario*, Cedam, Padova, 2003, pagg. 127 e ss.
- GALLETTI D., *Il recesso nelle società di capitali*, Milano, 2000;
 - *idem*, *Azioni di risparmio e destinazione al mercato: vecchio e nuovo nella disciplina delle società "quotate"*, in Banca, borsa e tit., 1999, pag. 620;
 - *idem* in *Disciplina delle società con azioni quotate - Commentario a cura di A. Maffei Alberti*, in *Le Nuove Leggi civili commentate*, Cedam, 2001;
 - *idem*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, 2005;
- GAMBINO A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in Giur. Comm., 2002, fasc. n. 6, pag. 641;
- GASPERONI N. , *Aumento di capitale mediante rivalutazione monetaria ed emissione di azioni gratuite a voto plurimo*, in Banca borsa tit. cred., 1949, II, 325
 - *idem*, *Le azioni a favore dei prestatori di lavoro*, in Riv. soc., 1962, pag. 954 e
 - *idem*, in *Novissimo Digesto Italiano*, voce "Azioni di società", Utet, Torino, 1964, pag. 183 e ss.;
- GATTI M., *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'«autorizzazione di conferma»*, in Giur. Comm., 2004, I, pag. 511;
- GIAMPAOLINO C.F., *Le azioni speciali*, Giuffrè, 2004, pag. XII (Introduzione).
- GLIOZZI E., *Le categorie di azioni*, Lezione tenuta il 7/5/04, presso l'Università Bocconi di Milano, per i dottorandi di ricerca in diritto commerciale;
- GRAZIANI , *Diritto delle società*, 5° edizione, Napoli, Morano, 1962, pag. 246.
- GROSSO P., *Categorie di azioni ed assemblee speciali*, Giuffrè, Milano, 1999;

- **idem**, *Categorie di azioni, assemblee speciali, strumenti finanziari non azionari: le novità della riforma*, in *Le Società*, 2003, fasc. 10, pag. 1308 e ss.;
- **GUERRA S.**, *La convertibilità tra azioni ordinarie e azioni di risparmio: clausole e modalità*, in *Notariato*, 1996, pag. 50
- **GUERRIERI G.**, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, 2005;
- **GUGLIELMUCCI L.**, *Le azioni postergate nelle perdite*, in *Giur. Comm.* 1982, II, 884;
- **GUYON**, *Droit des affaires*, Paris, 1998;
- **IANNIELLO B.**, *Inammissibili le azioni privilegiate nelle perdite*, (nota critica a commento) in *Società*, 1998, pag. 455 e ss.;
- **LAMANDINI M.**, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca e Borsa*, 2003, I, 519;
 - **idem** *Azioni correlate e patrimoni separati nel progetto di riforma del diritto societario*, inedito, Relazione al Convegno Paradigma di Milano del 12-13 dicembre 2002;
- **LENER R. – TUCCI A.**, *La nuova disciplina delle opa e i poteri della Consob*, in *Società*, 2004, pag. 552;
- **LIBONATI B. e FERRO-LUZZI P.**, *Categorie di azioni e aumento del capitale con emissione di sole azioni ordinarie*, in *Riv. Dir. comm.*, 1990, I, 703 e ss;
- **LORDI L.**, *Istituzioni di diritto Commerciale*, vol. I, Cedam, Padova, 1943
- **MAFFEI ALBERTI A.**, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Cedam, 2005;
- **MAGLIULO F.**, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Ipsoa, 2004, pag. 75 e ss.
- **MANZO G. – SCIONTI G.**, *Patrimoni dedicati e azioni correlate: << cellule >> fuori controllo?*, in *Società*, 2003, pag. 1329;
- **MARASA' G.**, *Le società*, Milano, Giuffrè, 2000, pag. 29
- **MARCHETTI P.**, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2000, 562;

- **idem**, Verso la riscoperta delle azioni di godimento?, in Riv. soc., 1996, pag. 891;
- **MARTORANO F.**, in *La riforma delle società – Commentario del d.lgs. 17/1/2003 n. 6*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 2003;
- **MIGNOLI A.**, *La nozione di categoria e le categorie di azioni a'sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in Riv. Dir. Comm., 1953, II, pag. 434;
 - **idem**, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960;
 - **idem**, *La nozione di categoria e le categorie di azioni a'sensi degli artt. 2348 e 2376 c.c.*, in Riv. Dir. Comm., 1953, II, pag. 445
- **MIGNONE G.** in *Il nuovo diritto societario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2004;
 - **idem**, *“Tracking shares” e “Actions reflet” come modelli per le nostre “Azioni correlate”*, in BBTC, 2003, I, 310.
- **MOSCA**, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza*, a cura di Marchetti – Bianchi, Milano, 1999;
- **MOSSA L.**, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, vol. IV, Cedam Editore, Padova, 1957;
- **NAVARRINI U.**, *Commentario al codice di commercio*, vol. II, Casa Editrice dott. Francesco Vallardi, Milano, 1932;
- **NERI**, nota a sentenza Cass. civ., sez. II, 16/04/1994, n. 3609 in Giur. Comm., 1996, II, 217;
- **NOBILI R.**, *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958;
- **NOTARI M.**, *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Milano, 1999;
 - **idem**, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, Testo dell'intervento al Convegno di studi sul tema “Verso il nuovo diritto societario. Dubbi ed attese”, Firenze, il 16/9/2002, pubblicato in Banca, Borsa, 2003, 542;
 - **idem** in *Diritto delle società – Manuale breve*, A.A.V.V., Giuffrè, 2005;
 - **idem**, *Le società e il nuovo diritto al termine del periodo transitorio*, in Le Società, 2005, fasc. 1, pag. 8;

- **PACIELLO A.**, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. Nicolini e A. Stagno d'Alcontres, Jovene, 2004;
- **PALMIERI** nota a sentenza Trib. Napoli, 28/09/1988, in *Giur. Comm.*, 1991, II, 327;
- **PATRIARCA P.**, *Le azioni di godimento*, Milano, 1992
- **PATRIARCA S.**, *C'è un futuro per le prestazioni accessorie?*, in *BBTC*, 2004, I, pagg. 330;
- **PATRONI GRIFFI U.**, *Le azioni correlate*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2005;
- **PAVONE LA ROSA A.**, *Titoli <atipici> e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Rivista delle Società*, 1982, pag. 728;
- **PENNACCHIO V.**, *Riacquisto di azioni con prestazioni accessorie e diritti individuali dei soci*, in *Giur. di merito*, 1983, pag. 593;
- **PESCATORE S.**, in *La riforma del diritto societario – commento ai d.lgs. n. 5-6 del 17/1/2003* a cura di V. Buonocore, Giappichelli, Torino, 2003;
- **PISANI MASSAMORMILE A.**, *I conferimenti nelle società per azioni – Acquisti "pericolosi" – Prestazioni accessorie*, in *Commentario al codice civile diretto da P. Schlesinger (commento sub art. 2345 c.c.)*, Milano, Giuffrè, 1994;
 - **idem**, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. Soc.*, 2003, 1268 e ss.;
- **PORTALE G.B.**, *<Uguaglianza e contratto>: il caso dell'aumento di capitale sociale in presenza di più categorie di azioni*, questi ultimi in *Riv. Dir. comm.*, 1990, I, 703 e ss;
 - **idem**, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, in *Riv. soc.*, 1982, II, pag. 763;
 - **idem**, *<<Prestiti subordinati>> e <<prestiti irredimibili>>*, in *BBTC*, 1996, I, pag. 1;
 - **idem**, *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Riv. Società*, 2002, pag. 146;
- **PRESTI G.**, *Le clausole di riscatto nelle società per azioni*, in *Giur. Comm.*, 1983, II, pag. 397;
- **RABITTI BEDOGNI C.**, *Azioni, strumenti finanziari partecipativi e obbligazioni*, in *Dir. Banc. Merc. Fin.*, 2004, I, pag. 194;

- RESCIO G.A., *Distribuzione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati dai soci di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di Benazzo – Patriarca – Presti, Milano, 2003;
- RORDORF R., *Azioni e quote di società postergate nella partecipazione alle perdite* (nota a commento), in *Società*, 1995, 87;
- ROSAPEPE R., *Opzione (diritto di)*, in *Digesto delle discipline privatistiche – sezione commerciale*, Torno, Utet, 2005 (ristampa) vol. X, pag. 376;
- SALAFIA V., *Conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie*, nota a Trib. di Genova 15 gennaio 1994 in *Società*, 1994, 527;
- SALANITRO N., *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *BBTC*, 2004, I, 283;
- SANTAGATA R., in *Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. CAMPOBASSO, II, Torino, 2001;
- SANTORO V., commento sub art. 2351 c.c. in A.A.V.V., *La riforma delle società – Commentario del d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6* a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Giappichelli, 2003;
- SANTOSUOSSO D.U., *La riforma del diritto societario*, Giuffrè, Milano, 2003;
- SCHLESINGER P., *L'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, 187;
- SEPE, *Le azioni di risparmio. Emissione delle azioni in Testo Unico dell'intermediazione finanziaria* a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998;
- SPADA P., *Dalla nozione al tipo della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1985, I, 108 e ss.;
- *Idem*, *La circolazione della <<ricchezza assente>> alla fine del millennio*, in *BBTC*, 1999, I, pag. 417;
- SPATAZZA G., in *Giurisprudenza sistematica di diritto civile e commerciale fondata da W. Bigiavi, Le società per azioni*, Utet, Torino, 1984;
- STAGNO D'ALCONTRES A., in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. Nicolini e A. Stagno d'Alcontres, Jovene, 2004;
- SZEGO B., *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, Quaderni di ricerca giuridica, Banca d'Italia, Numero 55, giugno 2002;

- **TEDESCHI F.**, *Azioni privilegiate e partecipazioni alle perdite*, in *Giur. Comm.*, 1980, I, 832;
- **TOMBARI U.**, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. Soc.*, 2002, pag. 1062;
 - **Idem**, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. Soc.*, 2004, 1082;
- **TORRENTE A. – SCHLESINGER P.**, *Manuale di diritto privato*, Giuffrè, Milano, 1997;
- **TREU T.**, *La partecipazione dei lavoratori alla economia delle imprese*, in *Giur. Comm.*, 1988, I, 785;
- **TRICOMI L.**, *Per le quotate cresce la trasparenza*, nel citato fascicolo speciale n. 2 di Guida al Diritto del febbraio 2004;
- **TROIANO – VANETTI**, *Azionariato ai dipendenti e "stock options": le soluzioni offerte dal diritto delle società*, in *Società*, 2000,;
- **VELLA F.**, in *Testo Unico della Finanza*, Commentario diretto da Campobasso, Torino, 2002;
- **VIDARI U.**, *Corso di diritto commerciale*, vol. II, Ulrico Hoepli Editore, Milano, 1901;
- **VIETTI M.**, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, Giuffrè, Milano, 2003;
- **VISENTINI B.**, in *Enciclopedia del diritto*, voce "Azioni di società", Giuffrè, Varese, 1959;
- **VIVANTE C.**, *Trattato di diritto commerciale*, Casa Editrice dott. Francesco Vallardi, Milano, 1929;
- **WEIGMANN R.**, voce *Azionariato dei dipendenti*, in *Digesto Disc. Priv. Sez. Comm*, II, 2005 (ristampa);
 - **idem**, *Luci ed ombre del nuovo diritto societario*, Atti del Convegno di Studi di Alba 22/11/2002, in *Società*, 2003, fasc. 2 bis, pag. 270 e ss;
- **ZAGRA G.**, nota a sentenza App. Lecce, 09/09/1996 in *Società*, 1996, 1413;
- **ZAMPERETTI G.M.**, "Il <<nuovo>> conflitto di interessi degli amministratori di s.p.a.: problemi sparsi di fattispecie e disciplina", in *Le Società*, 2005, pag. 1085.