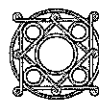


STUDI
PER
FRANCO DI SABATO

III

Società

Tomo I



Edizioni Scientifiche Italiane

Opera pubblicata con il contributo della Federazione Banche di Credito Cooperativo dell'Emilia Romagna

Studi per Franco Di Sabato
volume III
Società
Tomo I
Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane, 2009
pp. XIV + 774; 24 cm
ISBN 978-88-495-1840-5

© 2009 by Edizioni Scientifiche Italiane s.p.a.
80121 Napoli, via Chiatamone 7
00185 Roma, via dei Taurini, 27

Internet: www.edizioniesi.it
E-mail: info@edizioniesi.it

I diritti di traduzione, riproduzione e adattamento totale o parziale e con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm e le copie fotostatiche) sono riservate per tutti i Paesi.

Fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, comma 4 della legge 22 aprile 1941, n. 633 ovvero dall'accordo stipulato tra SIAE, AIE, SNS e CNA, CONFARTIGIANATO, CASA, CLAAI, CONFCOMMERCIO, CONFESERCENTI il 18 dicembre 2000.

Associazione Italiana per i Diritti di Riproduzione delle Opere dell'ingegno (AIDRO)
Via delle Erbe, 2 - 20121 Milano - tel. e fax 02-809506; e-mail: aidro@iol.it

«Nuove» funzioni e questioni delle azioni di categoria

SOMMARIO: 1. Azioni speciali nell'economia in recessione. Il quadro di riferimento – 2. Le azioni nominate e le azioni atipiche. – 3. Le modifiche del regime di circolazione. – 4. Le modifiche dei diritti patrimoniali. – 5. (*Segue*): le modifiche del diritto alla quota di liquidazione. La esclusione dalle perdite. – 6. Le modifiche del diritto di voto. Elezione della minoranza degli amministratori da parte di una categoria.

1. Le azioni che ora si chiamano “speciali” sono nate originariamente come “privilegiate” (*preferred*, o con privilegio o vantaggio, *Vorzugsaktien*) per finanziare infrastrutture ed economie in espansione e, poi in altro contesto, per fungere da *venture capital*, senza che i titolari delle azioni conservassero il diritto di voto¹.

¹ V. A. MIGNOLI, *La nozione di categoria e le categorie di azioni a' sensi degli articoli 2340 e 2376*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, p. 434, pp. 448-449 sul punto; dopo la riforma, l'ampliamento dei mezzi di finanziamento è sottolineato anche da F. DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2004, p. 202.

La possibilità per lo statuto di conformare variamente i diritti delle azioni risponde storicamente all'esigenza di incentivare la sottoscrizione di azioni e l'afflusso di mezzi finanziari alla società per azioni, tramite il ricorso al mercato del capitale di rischio, in quanto si consente di venire incontro a diverse esigenze dei potenziali investitori, che possono essere interessati a rendimenti prefissati, a partecipare solo a determinate delibere, a partecipare all'iniziativa solo per un determinato periodo di tempo. L'investimento in azioni ha, in via di principio, una durata commisurata alla vita della società. L'azionista si aspetta di ricevere dividendi e incremento del valore della partecipazione. I caratteri del contratto nel quale si inserisce l'operazione di investimento sono peculiari: esso deriva la propria efficacia vincolante non da una contrattazione tra le parti, che riguarda il trasferimento di titolarità della partecipazione, ma dalle previsioni statutarie originariamente convenute tra i fondatori o successivamente modificate; si applicano con difficoltà i principi della buona fede integrativa rispetto agli obblighi societari previsti e non pare esservi spazio per alcuni rimedi che riequilibrano il rapporto o lo sciolgono (tipicamente la presunzione o la rescissione per lesione). Sul piano storico, per la funzione di finanziamento delle infrastrutture cfr. J.B. BASKIN, P.J. MIRANTI, *A History of Corporate Finance*, Cambridge, 1997, p. 151. e ss.; T. BEZZENBERGER, *Vorzugsaktien ohne Stimmrecht*, Köln – Berlin – Bonn – München, 1991, p. 10; la trattazione definitiva sulle azioni privilegiate e di risparmio è svolta da cfr. M. BTONE, *Le azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, 3*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1991, p. 18, nt. 4; v. ora anche P. SFAMENI, *Commento all'art. 2350*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI e M. NOTARI, Milano, 2008, p. 250, ove compiuti ulteriori riferimenti; la proposta delle azioni sviluppo pensate da Borsa ed Assolombarda, non è, a quanto consta, pubblicamente disponibile (su queste v. M. PALMIERI, *Le azioni sviluppo*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 325).

Più di recente, esse – per interventi liberalizzanti, in origine pensati per la crescita e non per la crisi – si prestano ad essere utilizzate anche nell'ambito di ristrutturazioni del debito: l'opportunità di mantenere il controllo si unisce alla possibilità di convertire il debito in capitale di rischio, con emissione di azioni postergate nelle perdite a quelle possedute dall'originario imprenditore e diritti patrimoniali diversi per le azioni di nuova emissione². Tali azioni sono privilegiate nell'utile e nella liquidazione, senza che si tratti di concessione di nuovo credito (potenzialmente soggetta a scrutinio in termini di responsabilità quale concorso di nuova finanza nella situazione di insolvenza). L'eventuale presenza nella struttura del debito di classi di creditori postergati può essere riflessa nella conformazione della sopportazione delle perdite, durante la società o in sede di liquidazione³.

Il cambiamento sociologico è chiaro: gli azionisti privilegiati erano azionisti "con l'animo degli obbligazionisti" (cioè pubblico risparmiatore in cerca di un rendimento) mentre i titolari di azioni speciali nell'ambito di operazioni di ristrutturazione sono "creditori professionali convertiti". Essi cercano di minimizzare la perdita del mancato rimborso, mutando i termini dell'investimento e assicurandosi che gli eventuali benefici dell'intervento possano essere attribuiti prioritariamente nel tempo o in maggiore quantità a loro stessi.

² V. ora art. 1, 3° co., d.l. 9 ottobre 2008, n. 155, Misure urgenti per garantire la stabilità del sistema creditizio e la continuità nell'erogazione del credito alle imprese e ai consumatori, nell'attuale situazione di crisi dei mercati finanziari internazionali, "Le azioni detenute dal Ministero dell'economia e delle finanze, dalla data di sottoscrizione fino alla data di eventuale cessione, sono privilegiate nella distribuzione dei dividendi rispetto a tutte le altre categorie di azioni." in sede di convenzione, la l. 4 dicembre 2008, n. 190, ha disposto che tali azioni siano prive del diritto di voto.

³ Il risultato della postergazione nelle perdite può essere raggiunto sia prevedendo una clausola particolare per la riduzione di capitale ("in caso di riduzione di capitale per perdite, anche se facoltativa, effettuata mediante riduzione del valore nominale delle azioni, le Azioni B subiranno la riduzione del valore nominale solo dopo l'integrale azzeramento del valore nominale delle azioni ordinarie; in caso di riduzione di capitale per perdite, anche se facoltativa, effettuata mediante annullamento delle azioni, le Azioni B saranno soggette ad annullamento solo dopo il totale annullamento delle azioni ordinarie") sia attraverso l'attribuzione differenziata dell'attivo di liquidazione (per es. prevedendo che "alle Azioni B, in sede di distribuzione dell'attivo risultante dal bilancio finale di liquidazione, ai sensi dell'art. 2493 c.c., spetta una somma composta dai seguenti elementi: (a) il valore nominale complessivo delle Azioni B; (b) il sovrapprezzo complessivamente versato in sede di sottoscrizione delle Azioni B; (c) un ulteriore ammontare pari alla risultante dei seguenti addendi: il 45% dell'attivo di liquidazione, al netto: (i) dei debiti rimborsati [allo stesso creditore convertito], (ii) del valore nominale complessivo delle Azioni B, (iii) del sovrapprezzo complessivamente versato in sede di sottoscrizione delle Azioni B e (iv) del valore nominale delle azioni ordinarie sino a euro x milioni; il 40% della eventuale porzione di valore nominale rimborsato superiore ad euro x milioni, sino ad euro y milioni" e così via).

in origine pensati
re utilizzate anche
tà di mantenere il
pito in capitale di
a quelle possedute
si per le azioni di
e nella liquidazio-
o (potenzialmente
concorso di nuova
enza nella struttura
flessa nella confor-
società o in sede di

privilegiati erano
olico risparmiatore
peciali nell'ambito
sionali convertiti".
aborso, mutando i
ali benefici dell'in-
tempo o in maggio-

per garantire la stabilità
prese e ai consumatori,
Le azioni detenute dal
io alla data di eventuale
utte le altre categorie di
sto che tali azioni siano

prevedendo una clausola
le per perdite, anche se
i, le Azioni B subiranno
re nominale delle azioni
iva, effettuata mediante
nto solo dopo il totale
ferenziata dell'attivo di
one dell'attivo risultante
a somma composta dai
B; (b) il sovrapprezzo
ulteriore ammontare pari
, al netto: (i) dei debiti
plessivo delle Azioni B,
delle Azioni B e (iv) del
attuale porzione di valore
ni" e così via).

È stato inoltre notato che la possibilità di creare azioni di categoria consente l'ingresso nello statuto di alcune pattuizioni originariamente parasociali⁴, con il vantaggio di essere in principio prive del termine quinquennale previsto dall'art. 2341-bis c.c. Ciò ha portato alla diffusione di azioni di categoria con regole particolari relative alla circolazione rispetto alle altre azioni, circostanza in precedenza discussa, o anche al tentativo di caratterizzare personalisticamente la società, nel senso di attribuire a soggetto individuato una posizione societaria particolare⁵. Tale ultime disposizioni, scarsamente compatibili con il modello azionario, sono collocabili nell'area del c.d. parasociale contenuto nello statuto, a patto di considerare tale area come quella residuale.

Rimane infatti non chiaro cosa succede se l'azionista nominato perde la qualità di socio e la situazione non è disciplinata dallo statuto. Se la clausola è considerata sociale essa, così pare, diviene inefficace (l'azionista non è più socio e quindi parte di quel contratto). Diverso è se gli si attribuisce efficacia parasociale, potendo il contratto conservare efficacia tra coloro che lo hanno all'origine sottoscritto. Occorrerebbe considerare una condizione implicita e pertanto eliminare la pretesa del soggetto nominato non più socio.

Infine, la modifica della situazione soggettiva – riflesso della modifica delle regole – rispetto al rendimento e la compressione del voto hanno costituito gli elementi caratterizzanti le azioni diverse dalle azioni ordinarie.

L'azione ordinaria è l'espressione sintetica che designa l'azione base, nel senso che i diritti dei quali l'azione ordinaria gode sono quei diritti dei quali godono le azioni i) sino a che una disposizione diversa dell'atto costitutivo non preveda diversamente, cioè la legge dà la facoltà di derogare la disciplina legale; ii) sino a che non sia richiesta una espressa previsione dell'atto costitutivo per attribuire lo specifico diritto, cioè la legge richieda l'adozione di una specifica regola per attribuire lo specifico diritto.

⁴ V. sul tema M. NOTARI, *Commento all'art. 2348*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI, cit., p. 175.

⁵ V. anche la figura dell'ente promotore previsto da D.P.R. 16 settembre 1996, n. 533, e ad es. lo statuto della società Idrotigullio, "le azioni di categoria A, ai sensi e per gli effetti del D.P.R. 533/96, possono essere possedute unicamente dal Comune di Chiavari, dal Comune di Leivi e da altri comuni dell'area del Tigullio. Il Comune di Chiavari non può possedere una partecipazione inferiore al quinto del capitale sociale." "Le azioni di categoria B possono essere possedute anche da soggetti privati e possono essere destinati all'azionariato diffuso ai sensi dell'art. 1, ultimo comma, D.P.R. 533/96. Esse non potranno superare il 20% del numero complessivo delle azioni rappresentanti il capitale sociale. Le azioni di categoria C non possono essere emesse in numero inferiore al 51% del numero complessivo di azioni rappresentanti la totalità del capitale sociale.

to. La presunzione di eguaglianza formale tra le azioni richiede appunto che eventuali diritti diversi siano attribuiti alle azioni se ed in quanto essi siano previsti nello statuto.

Le posizioni finanziarie che l'azione base attribuisce riguardo al rendimento ed al ritorno sul capitale sono incerte nell'*an* e nel *quantum*⁶. Le posizioni amministrative che l'azione base attribuisce sono tipicamente il voto, l'intervento ed il diritto di esaminare libri sociali. Sia le prime che le seconde, con l'eccezione forse del diritto di esaminare i libri sociali, sono modificabili dall'autonomia privata.

La riforma del diritto societario del 2004 ha quindi modificato il quadro di riferimento⁷: l'art. 2348 c.c. prevede che "si possono tuttavia cre-

⁶ Le argomentate, e condivise, osservazioni sul punto di P. SFAMENI, *Commento all'art. 2348*, cit., p. 212 e ss., anche in relazione al mio *Le azioni speciali*, Milano, 2004, p. 99 e ss., sono occasione per un chiarimento. In primo luogo, si condivide l'idea di G. FERRI, *Le società*, Torino, 1971, p. 576, secondo cui i due estremi (obbligo di distribuire periodicamente e libertà assoluta di non distribuire) non sono preferibili e quella secondo la quale nel decidere l'assemblea è vincolata ai principi che regolano l'esercizio del potere in ambito contrattuale (correttezza; buona fede; *Treu und Glauben*; *Gute Sitten* che siano). Se si condivide la premessa che la situazione soggettiva può essere di credito o di non-credito (se si vuole interesse), l'art. 2350 non fonda una pretesa di credito attivabile ma individua un diritto soggetto ad un procedimento che vincola il dissenziente, salvo annullamento, e che può diventare un credito solo se la deliberazione lo riconosce (peraltro anche la deliberazione invalida perchè abusivamente non riconosce il dividendo e che si configuri viziata è dubbio che possa essere sostituita da un provvedimento di condanna). Ed infatti, per diritto positivo, perché venga "riconosciuto" è necessario che la deliberazione abbia un vizio diverso dalla mancata attribuzione in sé, cioè che essa sia viziata come abuso della maggioranza, contraria a buona fede, presa in conflitto di interessi ecc. La conformità della deliberazione assembleare all'interesse sociale è presunta, è cioè onere di chi la contesta dimostrare – ciò che è possibile – che "quella" non distribuzione periodica è in conflitto di interessi o è abusiva. Ma sembra anche possibile dimostrare che una certa distribuzione, che forse non potrà mai essere oppressiva, sia però in conflitto di interessi (ove per esempio sottragga risorse alla società per fare concorrenza al socio maggioritario votante).

Il c.d. principio (economico) di neutralità della struttura finanziaria – che come è noto non esiste nella realtà – non spiega affatto perché ci sono i dividendi. Il principio (giuridico) di neutralità delle distribuzioni pare serva invece a descrivere sinteticamente il rapporto di potere assemblea-azionista interessato al dividendo, nel senso che l'ordinamento non riconoscendo una posizione soggettiva attivabile come credito rispetto all'utile di esercizio ha attribuito all'assemblea il potere di deciderne la venuta ad esistenza ed ha previsto che il diritto soggettivo-credito sia attribuito all'esito della liquidazione verso il netto. Sempre sul piano astratto, il conflitto di interessi (economici, cioè le diverse utilità che ciascuno vuole ricevere) eliminato sul piano giuridico è quello tra i soci, nel senso che la mancata distribuzione non costituisce un danno per i soci che non ricevono in quanto essi riceveranno il netto della liquidazione. Ciò non risolve affatto il problema di quanto il singolo si aspettava di ricevere ma esclude giuridicamente che come socio possa non ricevere una utilità per il fatto che non gli viene attribuita al momento nella quale è prodotta.

⁷ Cfr. P. MONTALENTI, *La riforma delle società di capitali: prospettive e problemi*, in *Società*, 2003, p. 343; R. WEIGMANN, *Luci ed ombre del nuovo diritto azionario*, in *ivi*, 2003, p. 277; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti*

richiede appunto
ed in quanto essi

riguardo al rendi-
nel *quantum*⁶. Le
no tipicamente il
Sia le prime che
re i libri sociali,

modificato il qua-
ono tuttavia cre-

NI, *Commento all'art.*
ano, 2004, p. 99 e ss.,
i G. FERRI, *Le società*,
riodicamente e libertà
el decidere l'assemblea
trattuale (correttezza;
de la premessa che la
eresse), l'art. 2350 non
un procedimento che
solo se la deliberazione
ente non riconosce il
un provvedimento di
" è necessario che la
oè che essa sia viziata
to di interessi ecc. La
t, è cioè onere di chi la
periodica è in conflitto
erta distribuzione, che
per esempio sottragga

- che come è noto non
rincipio (giuridico) di
e il rapporto di potere
non riconoscendo una
attribuito all'assemblea
soggettivo-credito sia
stratto, il conflitto di
) eliminato sul piano
stituisce un danno per
zione. Ciò non risolve
uridicamente che come
il momento nella quale

ettive e problemi, in
zionario, in *ivi*, 2003,
missione di strumenti

are, con lo statuto o con successive modificazioni di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi anche per quanto concerne la incidenza delle perdite" e che "tutte le azioni appartenenti ad una medesima categoria conferiscono uguali diritti".

L'art. 2348 c.c. obbliga a diverse considerazioni.

In primo luogo, come detto, lo statuto può creare azioni fornite di diritti diversi nei limiti imposti dalla legge. Ciò vuol dire che la menzione nella legislazione di una determinata categoria o di un diritto modificabile non ha valore di indicazione tassativa delle azioni conformabili dall'autonomia privata. Oltre alle azioni, la disposizione menziona strumenti finanziari che attribuiscono diritti patrimoniali o amministrativi.

Inoltre, se si modificano rispetto alla disciplina base i diritti previsti come derogabili dalla legge, si attiverà la disciplina della categoria azionaria. In altri termini, la "categoria" di azioni è istituito che diviene rilevante solo in una prospettiva relativa, cioè quando si tratta di comparare la situazione di un insieme di azioni in relazione ad un altro già esistente o di futura emissione.

Il termine "categoria" è utilizzato nell'art. 2376 c.c. per individuare l'insieme di azioni dotate degli stessi diritti e diviene rilevante quando la disposizione richiede l'approvazione dell'assemblea speciale per "pregiudicarne" i diritti. Il rilievo della categoria dipende dal fatto che, in presenza di diverse categorie, le deliberazioni dell'assemblea che pregiudicano i diritti di una di esse devono essere approvate anche dall'assemblea speciale della categoria interessata.

La presenza di azioni speciali comporta quindi una modifica dell'organizzazione interna in quanto la presenza dell'assemblea speciale rende possibile la modifica dei diritti speciali originariamente attribuiti ad una determinata categoria di soci. Poiché la maggioranza non ha bisogno del consenso del singolo socio, i diritti speciali dell'azione di categoria non sono quindi diritti individuali del socio titolare dell'azione speciale.

La seconda disposizione rilevante, per i motivi che si vedranno, è l'art. 2351 c.c. Questa disposizione, come è noto, permette ora di eliminare,

finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 532 e ss.; M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 556; A. PISANI MASSAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 1306; V. ALLEGRI, *Categorie di azioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. dir. impr.*, 2004, p. 239 e ss.; P. MARANO, *Mercati di capitali e strumenti finanziari nel nuovo diritto societario*, in S. BONFATTI e G. FALCONE, *Il rapporto banca impresa nel nuovo diritto societario*, Milano, 2004, p. 93, p. 123; L. ENRIQUES, *Quantum non datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, p. 166.

sospendere e condizionare il diritto di voto, mentre in passato era ammessa la sola compressione del diritto di voto nell'assemblea ordinaria e non in quella straordinaria (con l'eccezione delle azioni di risparmio, che erano senza voto⁸). Il diritto di voto può essere limitato a particolari argomenti (p.e. alle delibere dell'assemblea straordinaria ovvero a particolari argomenti di competenza dell'assemblea straordinaria, all'approvazione del bilancio, alla nomina degli amministratori), con diritto di voto subordinato al verificarsi di condizioni non meramente potestative (p.e. nomina degli amministratori in assenza di utili). L'art. 2351, 4° co., c.c. vieta comunque l'emissione di azioni a voto plurimo⁹.

Le disposizioni appena esaminate sono quelle rilevanti per la conformazione di azioni speciali sfruttando l'autonomia statutaria. Esse incontrano comunque tre limiti: i) il divieto di emettere azioni senza voto oltre la metà del capitale sociale; ii) il divieto di attribuire risorse della società che non corrispondano ad utili; iii) il limite del patto leonino ex art. 2265 c.c., la cui portata è fortemente modificata nel contesto della società per azioni¹⁰.

⁸ Le azioni di risparmio, in origine previste dalla l. n. 216/1974, sono state la categoria sulla quale i temi della qualificazione societaria dell'operazione, soppressione del voto, postergazione nelle perdite, trattamento del privilegio sono stati approfonditi. V. particolarmente Cfr. P. SPADA, *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, p. 590 ss.; P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, in *La riforma stralcio della società per azioni*, Milano, 1975, p. 192 e ss., p. 201; F. GALGANO, *La società per azioni*, Padova, 1992, p. 447; C. ANGELICI, *Le azioni*, cit., p. 178 e ss.; Id., *Azioni di società. I) Diritto commerciale* (voce), in *Enc. giur.*, IV, Roma, 1988 (agg. 1991), p. 7; sulla postergazione i pareri di A. DALMARTELLO, P.G. JAEGER e A. GAMBINO, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, p. 369 e ss.; post riforma v. P. FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio: "Vingt ans apres"*, in F. BONELLI, V. BUONOCORE, F. CORSI, R. COSTI, P. FERRO-LUZZI, A. GAMBINO, P.G. JAEGER e A. PATRONI GRIFFI, *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, p. 227 e ss., p. 248; M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, in P. MARCHETTI e L.A. BIANCHI, *Lo "statuto" delle società quotate*, Milano, 1999, p. 1532 e ss., 1582. Non si tratta in questa sede delle azioni di risparmio, azioni senza voto privilegiate. Il privilegio non è fissato in modo analitico dall'art. 145, T.U.F. che stabilisce genericamente che le azioni di risparmio sono dotate di "particolari privilegi" e che l'atto costitutivo determina il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio. In caso di uscita dal mercato, sono previsti diritti ulteriori per le azioni di risparmio necessari per la perdita dell'opportunità di liquidare la partecipazione. V. sul punto M. NOTARI, *op. cit.*, p. 1532 e ss.

⁹ Altre modifiche del diritto di voto concesso sono il c.d. voto scalare (che si ha quando lo statuto prevede scaglionamenti in base ai quali calcolare il numero di voti spettanti) o le limitazioni ai voti esercitabili dal singolo socio, che alterano il principio di proporzionalità tra numero di azioni possedute e numero di voti esercitabili. Tali modifiche non possono essere adottate negli statuti delle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio. L'art. 2351, ult. co., consente infine l'attribuzione di diritti di voto agli strumenti finanziari non azionari previsti dagli artt. 2346, 6° co., e 2349, 2° co., c.c. su argomenti specifici nonché sulla nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.

¹⁰ V. F. DI SABATO, *Diritto delle società*, cit., p. 200; analogamente P. SFAMENI, *Commento all'art. 2350*, cit., p. 251.

ssato era ammes-
ordinaria e non
armio, che erano
colari argomenti
particolari argo-
pprovazione del
voto subordinato
e.e. nomina degli
vieta comunque

per la conforma-
Esse incontrano
za voto oltre la
della società che
c art. 2265 c.c., la
età per azioni¹⁰.

state la categoria sulla
el voto, postergazione
rmente Cfr. P. SPADA,
-LUZZI, *Le azioni di*
p. 192 e ss., p. 201;
I, *Le azioni*, cit., p.
iur., IV, Roma, 1988
EGER e A. GAMBINO,
I, p. 369 e ss.; post
", in F. BONELLI, V.
AEGER e A. PATRONI
p. 248; M. NOTARI,
delle società quotate,
i di risparmio, azioni
l'art. 145, T.U.F. che
i privilegi" e che l'atto
modalità e i termini
eriori per le azioni di
ione. V. sul punto M.

(che si ha quando lo
stanti) o le limitazioni
à tra numero di azioni
ttate negli statuti delle
co., consente infine
sti dagli artt. 2346, 6°
ponente indipendente
daco.

SFAMENI, *Commento*

2. Il codice civile prevede espressamente alcune categorie di azioni.

Le azioni "correlate" sono fornite di diritti patrimoniali collegati appunto ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore¹¹. Lo strumento ha consentito a società operanti in settori tradizionali di raccogliere capitale e finanziare settori i cui tassi di crescita e rendimento erano molto più alti, garantendo ai soci un rendimento della loro partecipazione ancorato allo specifico settore dell'attività sociale per il quale avevano sottoscritto partecipazioni.

Le questioni che tali emissioni pongono sono diverse.

In primo luogo, è possibile che lo statuto individui quale sia l'interesse destinato a prevalere nel potenziale conflitto di interessi tra azioni non correlate e azioni correlate, derivante dal fatto che queste hanno generalmente il diritto di voto compresso¹².

Con riferimento alla rilevazione contabile dei risultati del settore che verranno percepiti solo o principalmente dai titolari delle azioni correlate, l'art. 2350 c.c. prevede che i criteri di individuazione dei costi e dei ricavi imputabili al settore sono stabiliti dallo statuto e consente la distribuzione di dividendi ai possessori delle azioni correlate nei soli limiti degli utili risultanti dal bilancio della società. Ciò impedisce che, qualora vi siano utili nel settore maggiori di quelli derivanti dall'aggregato delle attività sociali, gli azionisti correlati se ne appropriino, ricevendo anche un rimborso del capitale.

¹¹ V. sul tema l'ampia trattazione di P. SFAMENI, *Commento all'art. 2350*, cit., p. 306 ss., ove ampi completi riferimenti; e U. PATRONI GRIFFI, *Le azioni correlate*, Napoli, 2005; S. SERAFINI, *Le azioni correlate e i diritti patrimoniali sui risultati del settore*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, p. 787; A. PACIELLO, *Le azioni correlate*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Atti del Convegno Cassino, 9 ottobre 2003 a cura di C. Montagnani, Milano, 2004, p. 219 e ss.; P. DE BIASI, *Burro e cannoni: le Alphabet stock*, in *Società*, 2002, p. 815; G. MIGNONE, "Tracking shares" e "actions reflet" come modelli per le nostre "azioni correlate", in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, p. 610 ss.; G.B. PORTALE, *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 146 ss.; J. D'SOUZA e J. JACOB, *Why firms issue targeted stock*, in 56 *Journal of Financial Economics*, 2000, p. 459; J.J. HASS, *Directorial Fiduciary Duties in a Tracking Stock Equity Structure: The Need for a Duty of Fairness*, in 94 *Michigan Law Review*, June 1996, p. 2089.

¹² Cfr. la clausola del prospetto menzionata dalla Corte federale in *Sedighim v. Donaldson Lufkin & Jenrette*, 2001 WL 1191009 (S.D.N.Y.), che informava che in caso di conflitto di interessi tra gli azionisti ordinari e quelli *tracking*, a voto limitato, gli amministratori avrebbero potuto favorire gli azionisti ordinari; J. J. SCHICK, *Toward Transaction-Specific Standards of Directorial Fiduciary Duty in the Tracking Stock Context*, 1365 *Wash. L. Rev.* 2000; L. E. MITCHELL, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (And Why We Should Care About It)*, in 51 *Bus. Law.* 446, 1996. Cfr. anche *Sanders v. Devine*, C. A. No. 14679 (Del. Ch. Sept., 24 1997) che espressamente esclude la vigenza dei principi di agire secondo buona fede e *fair dealing* nel caso in cui sia stato pattuito il riacquisto delle azioni privilegiate.

Al riguardo, tra gli altri¹³, si sono profilati i seguenti problemi: i) se il settore sia liberamente individuabile dall'autonomia privata, quesito che merita una risposta affermativa; ii) se la rendicontazione debba essere omogenea alla successiva rappresentazione in bilancio; iii) se il socio di azioni correlate partecipi alla liquidazione di tutto il patrimonio o solo del settore a cui le azioni fanno riferimento; iv) se il recesso spetti al socio per tutte le modifiche dell'oggetto sociale, come sembra corretto ritenere visto che la modifica dell'oggetto cambia il profilo di rischio e la possibilità di produrre utile per la società, che condiziona comunque la percezione dell'utile correlato, o solo per le modifiche relative al settore delle azioni correlate.

3. La possibilità di prevedere nello statuto clausole che avevano una origine para-sociale ha determinato l'utilizzo della categoria per differenziare le azioni con riferimento ad altre posizioni corporative, che hanno maggiori punti di contatto con il regime di circolazione dell'azione e con la possibilità di acquistare altre azioni, piuttosto che con i diritti tradizionalmente modificati (utili e voto).

Ad esempio, l'azione B non può essere trasferita per cinque anni, mentre l'azione A può circolare; o ancora, in caso di vendita, il titolare di azioni B non ha prelazione nel caso di vendita di azioni A come gli altri azionisti A ma ha una prelazione successiva; o ancora, il diritto di sottoscrivere l'importo delle azioni A spetta anche all'azionista B, ma le azioni così sottoscritte sono convertite automaticamente in azioni B. Di frequente, tali azioni – oltre ad essere soggette a regole particolari di circolazione – hanno possibilità differenziate di eleggere il consiglio di amministrazione o diversi diritti di voto.

Tali caratterizzazioni costituiscono elementi di una categoria nella misura nella quale riflettono in capo agli appartenenti situazioni soggettive differenziate tra titolare e titolare. Ancora una volta non è l'attribuzione di un obbligo o diritto a determinare l'esistenza di una categoria ma la distinzione all'interno del gruppo tra chi è soggetto ad una certa regola e chi non lo è.

Pertanto, una clausola recante un diritto di prelazione – l'ipotesi trattata dalla dottrina per stabilire se la sua eliminazione richiedesse l'approvazione dell'assemblea speciale¹⁴ – o di riscatto o gradimento non istituisce una

¹³ V. esaurientemente il contributo di P. SFAMENI, *Commento all'art. 2350*, cit., p. 296 ss.

¹⁴ V. A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, pp. 70-71, che escludeva la sussistenza di una categoria quando vi fosse un regime differenziato nella circolazione, in quanto tecnicamente non si sarebbe trattato di un privilegio ed inoltre ritiene comunque che non sarebbe necessario il consenso dell'azionista titolare del diritto di prelazione qualora l'assemblea eliminasse tale diritto. V. anche G. FERRI, *Le società*, cit. p. 339; C. ANGELICI, *Le azioni*, in *Commentario*

problemi: i) se il
vata, quesito che
ne debba essere
iii) se il socio di
monio o solo del
spetti al socio per
tto ritenere visto
e la possibilità di
ercezione dell'uti-
e azioni correlate.

che avevano una
bria per differen-
rative, che hanno
dell'azione e con
i diritti tradizio-

per cinque anni,
dita, il titolare di
A come gli altri
diritto di sotto-
a B, ma le azioni
zioni B. Di fre-
rticolari di circo-
nsiglio di ammi-

goria nella misura
soggettive diffe-
tribuzione di un
a ma la distinzio-
regola e chi non

-l'ipotesi trattata
sse l'approvazio-
non istituisce una

z. 2350, cit., p. 296 ss.
-71, che escludeva la
circolazione, in quanto
unque che non sarebbe
l'assemblea eliminasse
ioni, in *Commentario*

categoria se tutti gli azionisti vi sono soggetti. Ma se lo statuto contiene regole che distinguono la disciplina degli azionisti, a seconda che siano soggetti o meno alla regola, o regole differenziate a seconda degli azionisti, si determina l'attivazione della disciplina della categoria.

Al riguardo, la previsione della soppressione o introduzione di vincoli sulla circolazione delle azioni quale causa di recesso ex art. 2437, 2° co., lett. b), c.c. si deve però coordinare con l'ammissibilità di categorie caratterizzate sotto il profilo delle regole del trasferimento.

Se la proposta modifica dello statuto riguarda la modifica delle regole riguardanti la categoria troverà applicazione la sola disciplina dell'assemblea speciale. Se invece è proposto che le azioni A e B, all'esito della modifica, saranno liberamente trasferibili senza distinzione tra loro (e si tratterà allora di soppressione della clausola sulla prelazione, e non di modifica) si applicherà la sola disciplina del recesso¹⁵.

cod. civ. Schlesinger, Milano, 1992, p. 64; F. DI SABATO, *Diritto delle società*, cit., p. 199, che utilizza la nozione tradizionale di tipo di azioni, per distinguere quelle con un certo regime di circolazione.

¹⁵ Tema diverso e da puzzle è quello dell'art. 2437, 1° co., lett. g), che attribuisce il recesso per le modificazioni dello statuto concernente i diritti di voto e di partecipazione. Sono possibili diverse letture: i) la disciplina si applica solo quando la società non ha emesso azioni di categoria, ed eventualmente in relazione alla emissione di azioni di categoria quale diritto da riconoscere agli azionisti pre-modifica (ad es. se tutte le azioni hanno un certo diritto patrimoniale e viene modificato il rendimento, l'azionista può uscire; se ad alcune azioni viene sospeso il voto); ii) la disciplina si aggiunge a quella dell'assemblea speciale per proteggere la situazione del dissenziente (analogamente a quanto avviene per le altre modifiche statutarie ex art. 2437 c.c., la modifica è efficace ma il dissenziente può recedere). Tale disposizione è, pare, da leggersi nel senso che se lo statuto conferisce a tutte le azioni un certo diritto patrimoniale, qualora tale diritto viene soppresso, si applica il diritto di recesso; mentre se un certo diritto patrimoniale viene attribuito all'azione A e non alla B, qualora sia proposta una modifica che toglie il diritto all'azione A, non si applica il diritto di recesso, perché, diversamente si finirebbe per togliere valore alla disciplina dell'assemblea speciale, che è organo deliberativo. Cfr. con varie impostazioni M. CALLEGARI, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, p.1398; V. CALANDRA BUONAUORA, *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2005, pp. 294-296; F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. Soc.*, 2005, pp. 495-496, nel senso che il recesso sarebbe applicabile per la modifica diretta mentre l'art. 2376 per il pregiudizio; M. CICONTE, *Commento all'art. 2437 c.c.*, in *Codice commentato della s.p.a.* diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, Torino, 2007, p. 1217, nel senso che il recesso è limitato alla delibere di modifica; Circolare ASSONIME, n. 68/2005, in *Riv. Soc.*, 2005, pp.1397-1398; D. GALLETTI, *Commento all'art. 2437 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società* a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, pp. 1509-1510, apparentemente per una tutela concorrente del recesso e dell'assemblea speciale, che veramente non attribuisce alcun diritto di veto, come sembra ritenere l'autore; V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2007, pp. 228-229, anche nel senso della tutela concorrente.

4. Con riferimento alle modifiche della remunerazione dell'azione, ed al dato del rendimento o dell'incremento del capitale, la situazione giuridica *standard* dell'azionista è di soggezione alle scelte dell'assemblea senza che la discrezionalità assembleare possa essere sindacata se non in presenza di conflitto di interessi o di abuso di potere.

Il limite all'autonomia privata è dato dal vincolo a capitale delle risorse conferite con la sottoscrizione delle azioni e dal divieto del patto leonino previsto dall'art. 2265 c.c.¹⁶.

A) Con riferimento alla remunerazione durante la società, l'attribuzione agli azionisti deve riguardare attività sociali che superano i valori vincolati alla società a tutela di terzi in quanto, diversamente, si avrebbe il rimborso fittizio del capitale. E' il risultato di esercizio della società a costituire quindi la fonte della remunerazione¹⁷. È comunque possibile che altri soggetti (la controllante) garantiscano il pagamento di un dividendo minimo.

Fuori da questo ultimo caso, non è possibile attribuire una remunerazione dell'investimento, anche in mancanza di risorse disponibili per la distribuzione, a titolo di "interesse" nel senso di remunerazione che prescinde dal supero dell'attivo rispetto al passivo¹⁸ ovvero di obbligo di corrispondere somme a titolo di interessi sul capitale investito¹⁹.

¹⁶ V. analogamente F. DI SABATO, *Diritto delle società*, cit., p. 200; il mio *Le azioni speciali*, cit., p. 142; P. SFAMENI, *Commento all'art. 2350*, cit., p. 250.

¹⁷ V. per le ipotesi di clausole di gemellaggio P. SFAMENI, *Commento all'art. 2350*, cit., p. 291, testo e nt. 285.

¹⁸ Cfr. M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, cit., p. 1579, che ipotizza un privilegio nell'attribuzione di una somma a titolo di debito nei confronti della società; N. ABRIANI, *Azioni di risparmio* (voce), in *Dig. Disc. Priv., sez. comm.*, Appendice, Torino, 2000, p. 57. Nel diritto statunitense, anche per le previsioni di *guaranteed stock*, i dividendi non sono pagabili in assoluto, ancorché espressamente garantiti, in quanto si tratta di una garanzia di specifici dividendi su quei profitti che siano "legalmente utilizzabili per quel fine". Cfr. J.D. COX, T.L. HAZEN e F. HODGE O'NEAL, *Corporations*, cit., § 18.7, testo e nt. 5; *Note, Protective Devices Available to the Preferred Stockholder*, 27 *Colum. Law Rev.* 587 (1927). Il caso è distinto in giurisprudenza dalla garanzia prestata da soggetti diversi rispetto alla società. Nel Rhode Island peraltro in assenza di possibilità di garantire i dividendi da parte della società, la sottoscrizione è stata interpretata come garanzia personale di soggetti terzi, cfr. *Hines v. Saart Bros. Co.*, 155 A. 533 (1935). Cfr. la Corte Suprema in *Arizona Western Insurance Co. v. L.L. Constantin & Co.*, 247 F. 2d 388 (3d Cir. 1957), cert. denied, 355 U. S. 905, che ammette la possibilità di emettere azioni che prevedano il pagamento di un interesse o di un ammontare annuale come pagamento del dividendo mentre la previsione, legale o volontaria, della partecipazione ulteriore ai risultati varia da stato a stato.

¹⁹ V. sul punto M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, I, p. 542; P. SFAMENI, *Commento all'art. 2350*, cit., p. 250 ss.

e dell'azione, ed
situazione giuri-
l'assemblea sen-
acata se non in

itale delle risorse
del patto leonino

ietà, l'attribuzio-
ano i valori vin-
nte, si avrebbe il
o della società a
unque possibile
to di un dividen-

e una remunera-
disponibili per la
razione che pre-
ro di obbligo di
vestito ¹⁹.

00; il mio *Le azioni*

o all'art. 2350, cit., p.

notizza un privilegio
; N. ABRIANI, *Azioni*
000, p. 57. Nel diritto
o pagabili in assoluto,
fici dividendi su quei
L. HAZEN e F. HODGE
ices Available to the
giurisprudenza dalla
d peraltro in assenza
ne è stata interpretata
5 A. 533 (1935). Cfr.
& Co., 247 F. 2d 388
emettere azioni che
amento del dividendo
risultati varia da stato

ni delle fattispecie e
I, *Commento all'art.*

Alcune alterazioni del procedimento di distribuzione sono comunque risultate costanti²⁰. Nello spazio della regola del codice, che non attribuisce un credito attivabile all'azionista, esse possono consistere nella deroga alla necessità di delibera di disposizione²¹ (cioè approvato il bilancio un x è attribuito agli azionisti senza bisogno di una distribuzione che costituisca il diritto), minimo garantito (cioè se la distribuzione avviene, agli azionisti spetta almeno x), priorità nell'attribuzione (sull'utile, gli azionisti di categoria prelevano un certo ammontare di risorse prima degli altri, che potranno quindi soddisfarsi solo se vi è capienza per procedere alla distribuzione), cumulatività per certi anni²², fissazione di una differenza in aumento. Vi sono anche variazioni nella misura di riferimento come l'utilizzo non del valore nominale ma del prezzo di emissione, e misure variabili o indicizzate del dividendo minimo garantito.

Riguardo alla fissazione di una differenza in aumento tra il dividendo "complessivo" spettante alle azioni speciali e quello spettante ad altre

²⁰ V. sul punto ancora P. SFAMENI, *op.ult. cit.*, p. 251; e *Le azioni speciali*, cit., p. 150 e ss.

²¹ Cfr. D. PETTITI, *Contributo allo studio del diritto al dividendo*, Milano, 1957, p. 71, nt. 114; F. GALGANO, *Le clausole statutarie sulla ripartizione degli utili*, in *Riv. soc.*, 1981, p. 1160; sulla clausola che impone l'integrale ripartizione dell'utile nutre perplessità N. ABRIANI, *Problemi in tema di clausole sulla distribuzione degli utili e sul pegno di azioni*, in A. MUNARI e G.M. ZAMPERETTI (a cura di), *Il diritto delle società tra controllo giurisdizionale e autonomia privata*, (atti del Convegno di Como), Milano, 1997, p. 123 e ss., p. 128 e ss., in quanto ne risulterebbe alterata la competenza legale - inderogabile - dell'assemblea. In giurisprudenza clausole simili sono state portate all'attenzione di App. L'Aquila, 15 dicembre 1987, in *Vita not.*, 1988, p. 120; Trib. Benevento, 29 gennaio 1986, in *Dir. e giur.*, 1986, p. 917; secondo App. Roma, 11 febbraio 1993, in *Riv. notar.*, 1993, p. 705 e ss.

²² Anche nell'ordinamento statunitense, una previsione molto diffusa è quella che attribuisce un diritto a ricevere dividendi ad un tasso fisso rispetto al valore nominale o in un ammontare determinato ma per la quale la distribuzione non è obbligata. In tale caso, si ritiene che la clausola di garanzia implichi che i dividendi destinati alle azioni garantite siano implicitamente cumulativi. C.E. SHULTS Jr., *Note, Corporations: Preferred Stock: Cumulative Dividends*, 11 *Cornell L. J.* 230 (1925); A. H. FREY, *The distribution*, cit., p. 741. R.M. BUXBAUM, *Preferred Stock*, cit., p. 224, p. 244; *Arizona Power Co. v. Stuart*, 212 F.2d 535 (9th Cir. 1954); *Garret v. Edge Moor Iron Co.*, 194 A. 15 (Del. Ch. 1937), aff'd sub. nom. *Pennsylvania Co. for Ins. on Lives & Granting Annuities v. Cox*, 199 A. 671 (Del. 1938). L'espressione "cumulativo" riferita ai diritti di una classe, le azioni c.d. privilegiate, è generalmente più che sufficiente per rendere quella classe di azioni titolare di un diritto cumulativo ai dividendi. Cfr. *Bank of Am. Natl. & Sav. Assn. v. West End Chem. Co.*, 100 P.2d 318 (Cal. Ct. App. 1940). Comunque, in *Wouk v. Merin*, 128 N.Y.S.2d 727 (App. Div. 1954), la corte ha ritenuto che le azioni privilegiate non avevano un diritto cumulativo quando gli articoli dello statuto prevedevano che la classe di azioni fosse "entitled to a cumulative dividend... as and when declared" poiché finché non fossero "declared" non avevano il diritto (entitled). Si è peraltro ritenuto che anche in assenza della parola cumulative la previsione positiva della garanzia fosse sufficiente a rendere cumulativo il dividendo.

azioni, l'arretrato deve essere aggiunto dopo aver formato il dividendo privilegiato o maggiorato statutariamente per l'esercizio. Il diverso indirizzo di considerare sufficiente la sola differenza tra il dividendo complessivo – nel senso di dividendo in parte di competenza dell'esercizio e in parte cumulativo – e quello attribuito alla classe di riferimento è stato ritenuto illegittimo in giurisprudenza²³.

A tali clausole si sono aggiunte ipotesi più sofisticate, destinate ad operatori professionali, nelle quali in sostanza il tasso è variabile²⁴. Così anche la clausola sulla integrale ripartizione dell'utile non sembra porre un problema di legittimità della sottrazione della relativa competenza all'assemblea²⁵.

²³ In un caso riguardante società quotata, lo statuto prevedeva che tra le azioni di risparmio e le azioni privilegiate vi fosse la differenza del 2% del valore nominale, 1000 lire, oltre al diritto legale all'arretrato per i due esercizi precedenti. Distribuite 50 lire alle privilegiate, e potendo distribuire l'arretrato, sarebbe stata mera applicazione della legge l'attribuzione di 170 lire alle azioni di risparmio. Al contrario, la delibera ha distribuito 150 lire a queste ritenendo sussistere la differenza del 2% tra 150 lire e le 50 distribuite alle privilegiate. La delibera è stata, a quanto consta *leading case* sul punto, annullata da Trib. Milano, 27 gennaio-22 maggio 2000, confermata da App. Milano, 19 settembre-28 settembre 2001, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, II, p. 418, con nota di C. CARUSO, *Conformazione statutaria del privilegio reddituale e definizione legislativa del contenuto delle azioni (di risparmio)*.

²⁴ V. ad es. *Adjustable-Rate Preferred Stock* è caratterizzato dall'aver un tasso di dividendo variabile che viene rivisto con cadenza trimestrale, prendendo a riferimento l'analisi di uno *spread* predeterminato e fisso rispetto al più favorevole andamento registrato dai tassi dei seguenti tre *benchmark*: i Treasury Bills a 3 mesi, le Treasury Notes a 10 anni e le Treasury Notes a 20 o 30 anni. Le *Auction-Rate Preferred Stock* sostanzialmente annullano il rischio connesso all'invariabilità degli *spread* correlato alle *Adjustable Rate*: in questo caso, infatti, il tasso di dividendo viene negoziato sul mercato dai *broker* ad un livello tale per cui vengono tolte dal mercato tutte le azioni disponibili alla vendita. Cfr. J.R. MACEY, *Derivative instruments: lessons for the regulatory State*, in *J. of Corp. Law*, 1995, 69; A.O. EMMERICH, *Hybrid Instruments and the Debt-equity Distinction in Corporate Taxation*, *U. of Chic. Law Review* 118 (1985); per l'esame dei prospetti relativi a queste forme C. WRAY e S. VEILLEUX, *Innovative Corporate Financing Techniques*, 1990, Washington, B 1801; L.S. FREEMAN e R.M. LIPTON, *An analytical framework for the tax treatment of products: continent and hybrid debt instruments, futures, forwards, options and notional contracts*, 362 *PLI/Tax* 117 (1994); A.L. BELLER, S.L. FLOOD, W.H. HINMAN, L.C. QUINN e E.B. WALTER, *Innovative Financing Techniques and special distribution problems – Selected Issues*, *PLI Order No. B4-7068* p. 9, (1994); ASSOGESTIONI, *Le azioni di risparmio*, Roma, 1997, p. 75-76; M.N. SIMKIN, *Trust Preferred Securities: a Banker's Primer*, 114 *Banking L.J.* 531 (1997).

²⁵ Nutre perplessità N. ABRIANI, *Problemi in tema di clausole sulla distribuzione degli utili e sul pegno di azioni*, cit., p. 123 ss., p. 128 ss., in quanto ne risulterebbe alterata la competenza legale – inderogabile – dell'assemblea, contrariamente a quelle ipotesi nelle quali sia obbligatorio distribuire una porzione dell'utile. L'argomento principale risiede nel fatto che la società per azioni coinvolge una serie di interessi esterni che debbano contare su una determinata disciplina dell'organizzazione. La questione è particolarmente rilevante ove si consideri che la modifica coinvolge il finanziamento della società. In tal modo, tuttavia, qualsiasi modifica del modello legale non sarebbe ammessa e nemmeno la previsione di un diritto alle azioni talmente

destinate ad
riabile²⁴. Così
mbra porre un
potenza all'as-

asso di dividendo
lisi di uno *spread*
i dei seguenti tre
ry Notes a 20 o
rischio connesso
nfatti, il tasso di
engono tolte dal
struments: lessons
brid Instruments
view 118 (1985);
vative Corporate
ON, An analytical
uments, futures,
ER, S.L. FLOOD,
ques and special
; ASSOGESSIONI,
red Securities: a

siribuzione degli
rebbe alterata la
esi nelle quali sia
e nel fatto che la
una determinata
consideri che la
iasi modifica del
azioni talmente

Ciò detto per quanto riguarda l'utile di esercizio, è possibile anche "targare" le riserve, destinando le eventuali distribuzioni provenienti dalla riserva ad una determinata categoria di azionisti, o, secondo quanto ammesso nella giurisprudenza anglosassone, escludere che gli azionisti di categoria, quando sono soddisfatti in misura fissa, concorrano nella distribuzione delle riserve²⁶.

In primo luogo, la sostituzione dell'art. 2351, 2° co., c.c. elimina dal diritto comune il riferimento al privilegio sugli utili e sulla quota di liquidazione, in precedenza previsto per le azioni privilegiate. Pertanto, occorre verificare se le azioni "speciali", quando hanno un miglioramento della

²⁶ La questione della ripartizione delle riserve era emersa nel caso *Dimbula Valley (Ceylon) Tea Ltd. v. Laurie*, nel quale era dubbio se nella liquidazione la distribuzione dovesse riguardare tutto il residuo attivo o la parte di residuo attivo depurata di quegli importi che rappresentavano la mancata distribuzione di riserve. Tuttavia, è sembrato assurdo alla corte che le parti avessero voluto concludere un contratto che implicasse un'indagine tanto elaborata sulla provenienza del residuo attivo. Cfr. *Dimbula Valley (Ceylon) Tea Ltd. v. Laurie* (1961) Ch. 353. Su questa linea l'altra decisione *Re Saltdean Estate Co. Ltd.* (1968) 1 W.L.R. 1844. La natura omogenea del residuo attivo avrebbe comportato che prima della liquidazione la società potesse rivalutare l'attivo e distribuire l'utile, al quale non concorrono le azioni privilegiate che non partecipano alle ulteriori distribuzioni, sia sotto forma di dividendo, sia facendo un aumento di capitale gratuito a favore delle ordinarie, spogliando le privilegiate del diritto all'attribuzione del patrimonio netto. Per le azioni cumulative nel caso *F. De Jong & Co. Ltd.* (1946) Ch. 211, C. A. si è ritenuto che la cumulatività estendesse il privilegio anche alla fase di liquidazione. Nel senso che non fosse necessaria la provenienza dei fondi dall'utile accumulato *W. J. Hall & Co. Ltd* (1909) 1 Ch. 52; in senso negativo *Re Wharfedale Brewery Co.* (1952) Ch. 913.

situazione patrimoniale, devono goderne necessariamente sia in sede di distribuzione dell'utile sia in sede di liquidazione della società.

La prima questione riguarda la possibilità di sopprimere statutariamente il diritto alla liquidazione per particolari categorie di azioni speciali.

Il diritto alla quota del patrimonio netto risultante dalla liquidazione è previsto dall'art. 2350, 1° co., c.c. "fatti salvi i diritti stabiliti a favore di speciali categorie di azioni". La possibilità di modificare tale diritto è generalmente ammessa – per es. attribuendo ad una categoria un diritto pari al nominale ed il sovrapprezzo prima di riconoscere all'altra categoria il nominale – ma nel presupposto che esso sia comunque insopprimibile²⁷.

Per stabilire se il diritto alla quota di liquidazione sia insopprimibile, occorre considerare che, nel sistema della riforma, la disponibilità delle regole base derogabili da parte dell'autonomia privata è funzionale ad eliminare il costo della contrattazione. La regola base è quindi essenzialmente un valore preselezionato che consente il risparmio di tale costo.

Inoltre, l'art. 2350, 1° co., c.c. ha una precisa rilevanza causale. Essa costituisce la norma di chiusura sull'essenzialità del lucro soggettivo. Infatti, la disposizione stabilisce il diritto su quanto risultante dalla liquidazione e quindi impedisce che il rinvio della distribuzione – in astratto possibile – determini la frustrazione della causa lucrativa.

Tale frustrazione sarebbe possibile in quanto non vi è un diritto soggettivo sull'utile che può essere attivato dal socio come se avesse un credito verso l'utile. Questo potrebbe quindi non essere mai distribuito, con deliberazioni di accantonamento potenzialmente insindacabili. In questo scenario l'utile deve essere percepito almeno in sede di liquidazione. Il diritto alla quota di liquidazione non potrebbe quindi essere eliminato (altrimenti il socio non avrebbe certezza di ricevere almeno alla liquidazione l'utile accantonato).

Tuttavia, il diritto agli utili può essere potenziato in un diritto di credito che realizza la causa lucrativa al momento della maturazione dell'utile (p.e. credito di dividendo che matura a seguito dell'approvazione di un bilancio che registri poste distribuibili).

Nelle situazioni nelle quali l'assemblea non è titolare del potere di rinviare la distribuzione e vi sia un diritto di credito statutario nei confronti dell'utile, la soppressione del diritto alla quota di liquidazione non frustra la causa lucrativa, in quanto il socio percepisce l'utile, senza essere

²⁷ C. CARUSO, *Conformazione statutaria del privilegio reddituale e definizione legislativa del contenuto delle azioni (di risparmio)*, cit., p. 426, rileva che l'attribuzione del dividendo fisso in assenza di diritto all'eccedenza, abbandonata la tesi del *numerus clausus*, può costituire diritto speciale dell'azione.

sia in sede di
società.

statutariamente
speciali.

liquidazione è
liti a favore di
tale diritto è
oria un diritto
l'altra categoria
sopprimibile²⁷.
insopprimibile,
onibilità delle
funzionale ad
indi essenziali-
di tale costo.
causale. Essa
soggettivo. In-
dalla liquida-
e - in astratto

un diritto sog-
se avesse un
mai distribuito,
cabili. In que-
i liquidazione.
essere eliminato
o alla liquida-

diritto di cre-
zione dell'utile
vazione di un

del potere di
tario nei con-
liquidazione non
e, senza essere

inizione legislativa
del dividendo fisso
o costituire diritto

soggetto al potere dell'assemblea, durante la vita della società. Pertanto, la clausola che attribuisce un diritto di credito sull'utile e sopprime il diritto alla liquidazione è da ritenere ammissibile anche in questa seconda parte²⁸.

C) La meritevolezza della conformazione di categorie di azioni speciali, fermi i limiti strutturali individuati, è peraltro soggetta al limite del patto leonino previsto dall'art. 2265 c.c.

La riforma del codice civile, come visto, qualifica la correlazione costante rischio-potere quale meramente normale in quanto ammette attribuzioni azionarie non proporzionali ai conferimenti, azioni senza voto soggette alle perdite nello stesso modo delle azioni con voto ed azioni riscattabili²⁹.

Il divieto di patto leonino ex art. 2265 c.c. deve tenere conto che, nella società per azioni, la compagine sociale è caratterizzata dalla titolarità di posizioni partecipative potenzialmente molto diverse. L'alterazione del riflesso associativo della titolarità di azioni e della proporzione tra le partecipazioni dei soci sono disponibili dall'autonomia privata.

Nella società per azioni, la *ratio* del divieto del patto leonino non può essere semplicemente quella di evitare distorsioni nell'attività che potrebbe essere influenzata dall'interazione tra il potere del socio e la sua situazione soggettiva patrimoniale. Infatti, nella s.p.a. sino al limite della metà del capitale sociale è possibile che le azioni siano senza voto e sopportino

²⁸ Riguardo all'eliminazione del privilegio in sede di liquidazione per le azioni di risparmio, l'apertura allo statuto e il mutamento dell'art. 2351 c.c. consente comunque di escluderlo in presenza di date condizioni dal privilegio delle azioni di risparmio. A seguito della novella che ha sostituito il privilegio in sede di liquidazione con il generico diritto patrimoniale speciale, per le azioni di risparmio la previsione di privilegi non deve necessariamente riguardare sia la ripartizione degli utili sia il rimborso del capitale.

²⁹ La riforma ha superato i dubbi che la possibilità del riscatto obbligatorio aveva determinato, in quanto avrebbe costituito un ampliamento surrettizio delle cause di recesso indicate dall'art. 2437 c.c., repute tassative in giurisprudenza e in dottrina. V. per ulteriori riferimenti alla dottrina prima della riforma *Le azioni speciali*, Milano, 2004, p. 173, ove ulteriori riferimenti alle *redeemable share*. P. SFAMENI, *Commento all'art. 2350*, cit., p. 252 nutre perplessità sul valore delle azioni di categoria in caso di recesso previste nello statuto della Cassa Depositi e Prestiti. In questa società il valore è maggiorato della differenza tra il dividendo preferenziale previsto nello statuto e quello effettivamente percepito o ridotto se il dividendo preferenziale è stato maggiore. La disposizione deve essere tuttavia coordinata con la facoltà di conversione delle azioni di questa categoria che posticipa il pagamento del sovrapprezzo al momento della conversione. Il dividendo preferenziale è in realtà un dividendo garantito a valere sugli utili che in caso di recesso diminuisce il valore di azioni che sono state emesse senza pagamento almeno temporaneamente del sovrapprezzo. In sostanza, il riequilibrio tra titolari delle azioni viene assicurato o al momento della conversione, con il pagamento di una sorta di sovrapprezzo differito, o al momento dell'uscita, con la mancata attribuzione della quota di patrimonio netto per la quale non vi è stato pagamento.

per intero le perdite come è possibile che il socio abbia più azioni dell'ammontare dei suoi conferimenti. Pertanto, una certa distorsione tra potere e rischio appartiene alla "regola".

Occorre invece considerare che il divieto del patto leonino si articola su due parti e protegge sia la causa del contratto di società sia la comunione del rischio. Pur essendo unica la *ratio* di conservazione della tipicità dello strumento societario, esclusione dagli utili e esenzione dalle perdite sono diversamente caratterizzate. Si ritiene infatti che la esenzione dalle perdite sia un fenomeno sanzionato sotto un profilo etico ed estrinseco che incide sulla meritevolezza della clausola. Invece la clausola che esclude dall'utile un socio inciderebbe sullo scopo di lucro³⁰. Senza distribuzione non vi è infatti società ex art. 2247 c.c. mentre la uguale sopportazione delle perdite eviterebbe la "deresponsabilizzazione" nella gestione³¹.

Secondo l'indirizzo sinora consolidato, per aversi violazione del divieto del patto leonino, dal punto di vista della soggezione alle perdite, sarebbe necessario che fosse esclusa ogni partecipazione alle perdite. Tale indirizzo si è affermato quando le azioni senza voto nell'assemblea ordinaria erano compensate dal privilegio patrimoniale e comunque quando non erano ammesse azioni che non avessero il voto almeno nell'assemblea straordinaria. Pertanto, ad azionisti che sopportavano le perdite in misura maggiore rispetto ad altri non poteva essere comunque precluso l'esercizio del voto nell'assemblea ordinaria, in quanto l'unico modo per diminuire il diritto di voto era quello di attribuire un corrispondente miglioramento della situazione patrimoniale.

Tuttavia, a seguito della riforma del codice civile³², la conservazione dell'indirizzo che richiede la totale esclusione dalle perdite per aversi patto leonino implicherebbe che si potrebbero avere azioni che siano sostanzialmente, anche se non totalmente, escluse dalle perdite e che le

³⁰ Cfr. P. SRAFFA, *Patto leonino e nullità del contratto sociale*, in *Riv. dir. comm.*, 1915, I, p. 956; P. GRECO, *Garanzia di utili e retribuzione di apporti nel contratto di società*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, II, p. 141 e ss.; G. FERRI, *Delle società*, in *Commentario cod. civ. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1968, p. 198 e ss., la partecipazione alle perdite non è essenziale al contratto di società sul piano storico e comparatistico. Segue l'impostazione di Sraffa, G. MINERVINI, *Partecipazioni a scopo di finanziamento e patto leonino*, cit., p. 772, che sottolinea che l'esonero dalle perdite è dettato per evitare l'oppressione economica di una delle parti. V. anche N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, p. 134 e ss.

³¹ Secondo Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, cit., non condivisibile nelle conclusioni "colui che non partecipasse al rischio, ma solo all'utile, non porterebbe nella formazione della volontà sociale il medesimo interesse degli altri soci, ponendosi in conflitto di interessi rispetto agli stessi che possono sia perdere che guadagnare".

³² Ma v. già G. FERRI, *Delle società*, cit., p. 199.

azioni dell'am-
ione tra potere

ino si articola
à sia la comu-
ne della tipicità
e dalle perdite
esenzione dalle
o ed estrinseco
sola che esclu-
enza distribu-
uguale soppor-
" nella gestio-

ione del divie-
e alle perdite,
e perdite. Tale
assemblea ordi-
unque quando
nell'assemblea
rdite in misura
cluso l'eserci-
o per diminui-
ente migliora-

conservazione
lite per aversi
oni che siano
rdite e che le

dir. comm., 1915,
atto di società, in
mentario cod. civ.
te non è essenziale
ione di Sraffa, G.
772, che sottolinea
una delle parti. V.
conclusioni "colui
ione della volontà
rispetto agli stessi

altre azioni, quelle che sopportano prevalentemente le perdite, non possano influire sull'andamento della società, perché prive del diritto di voto.

Si intende cioè dire che il profilo quantitativo dell'esonero – nel giudizio di meritevolezza della clausola – deve essere considerato insieme al potere di voto attribuito all'azione. Il problema è quindi quello del potere di determinare l'interesse altrui del quale sono titolari le azioni dotate del voto, in quanto la possibilità di avere azioni senza voto fino alla metà del capitale ex art. 2351 c.c. consente al titolare della metà delle azioni di determinare la gestione della società, in ipotesi fino ad un'esenzione dal rischio che non sia assoluta e costante.

Poiché ciò consentirebbe di avere situazioni di sostanziale indifferenza nei confronti dei risultati per le azioni votanti che possono determinare l'interesse altrui, non è necessario che si abbia l'esclusione costante da ogni partecipazione alle perdite per aversi patto leonino, come invece riteneva l'orientamento della S.C., formatosi prima della novella³³.

Pertanto, la sopportazione diversificata delle perdite ed il limite del patto leonino nell'emissione azionaria debbano essere distintamente esaminati per le azioni che votano e quelle che non votano. Il limite è dato dall'indifferenza per il soggetto dell'evento perdite, in quanto ciò travolgerebbe la comunione di interessi posta a fondamento dell'attività. Ciò si verifica quando le conseguenze di un evento sono tali che il soggetto possa determinarlo senza subirne un danno e costituisce presupposto di tale eventualità il potere del soggetto di concorrere a determinarlo.

Mentre tale circostanza è esclusa per le azioni senza voto, per le quali vale il principio individuato dalla S.C. secondo il quale per aversi patto leonino si dovrebbe avere totale e costante esenzione dalle perdite, per le azioni con voto l'applicazione del divieto del patto leonino deve essere compiuta ponderando il potere attribuito e la conseguenza patrimoniale, in modo tale che non vi sia una relazione tra le categorie di indifferenza rispetto alle conseguenze dell'attività, e tale quindi che, per il tenore della clausola, il rischio dell'attività sia posto sostanzialmente a carico di altre categorie, minoritarie o non votanti, rispetto alle azioni postergate.

5. L'art. 2351 c.c. consente la conformazione di categorie che non abbiano il diritto di voto, o l'abbiano sospeso o condizionato al verificarsi di determinati eventi. Le azioni appartenenti a tali categorie – quindi le azioni non a voto pieno nelle deliberazioni dell'assemblea ordinaria e straordinaria – non possono superare la metà del capitale sociale.

³³ Cfr. Cass., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478.

La disposizione è forse la più innovativa tra quelle che riguardano i diritti attribuiti dalle azioni.

La sospensione del diritto di voto ovvero il suo condizionamento è, in altri ordinamenti, l'effetto di disposizioni o di clausole che proteggono categorie di azioni privilegiate. Si stabilisce – per legge o per statuto – che le azioni senza voto lo riacquistino quando manchi per un determinato numero di anni l'attribuzione del privilegio, previsto dallo statuto³⁴. Nell'ordinamento statunitense, nel contratto di emissione può essere previsto il *voting shift*, cioè l'attribuzione all'azione del diritto di eleggere una parte degli amministratori nel caso in cui la società non adempia le proprie obbligazioni, nascenti dal contratto con il quale essa ha emesso azioni privilegiate. La previsione è richiesta per l'ammissione alla quotazione in determinati mercati (tra cui il N. Y. S. E.)³⁵. In questi ordinamenti si sono anche dati casi di amministratori nominati da parte del titolare di azioni privilegiate che hanno di proposito continuato a non dichiarare dividendi per mantenere il controllo della società³⁶.

Le questioni che categorie con il voto alterato pongono sono le seguenti.

A) È possibile attribuire per statuto ad una categoria il diritto di nominare un numero fisso di consiglieri di amministrazione? La soluzione data in dottrina è oscillante³⁷ e quella negativa è fondata sulla disposizione

³⁴ Il § 140, 2, *AktG*, concede il diritto di voto in occasione della mancata corresponsione dell'utile. La misura, tuttavia, non viene considerata soddisfacente in quanto l'introduzione occasionale del voto stesso non realizza comunque il loro interesse alla percezione del privilegio. Cfr. U. HÜFFER, *Aktiengesetz*, München, 1999, § 139, p. 686. Rn. 3.

³⁵ Già R. M. BUXBAUM, *Preferred Stock – Law and Draftsmanship*, 42 *Cal. Law Rev.* 735 (1954); D. M. BRANSON, *Corporate Governance*, Charlottesville (VA), 1993, p. 59, riferisce che generalmente le mancate distribuzioni di dividendi quadrimestrali necessarie all'attivazione del voto di minoranza sono da tre a sei non consecutive. Nel caso del N.Y.S.E. la regola 313.00, *Voting rights*, versione 21 agosto 2006 ma già presente precedentemente, prevede che "C) Preferred Stock, Minimum Voting Rights Required. Preferred stock, voting as a class, should have the right to elect a minimum of two directors upon default of the equivalent of six quarterly dividends. The right to elect directors should accrue regardless of whether defaulted dividends occurred in consecutive periods. The right to elect directors should remain in effect until cumulative dividends have been paid in full or until non-cumulative dividends have been paid regularly for at least a year. The preferred stock quorum should be low enough to ensure that the right to elect directors can be exercised as soon as it accrues. In no event should the quorum exceed the percentage required for a quorum of the common stock required for the election of directors. The Exchange prefers that no quorum requirement be fixed in respect to the right of a preferred stock, voting as a class, to elect directors when dividends are in default. The Exchange recommends that preferred stock should have minimum voting rights even if the preferred stock is not listed."

³⁶ V. la sentenza *Baron v. Allied Artist Corp.*, 337 A. 2d 653 (Del. Ch. 1975).

³⁷ V. già a favore G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, p. 18; A. M. LEOZAPPA, *Nomina delle cariche sociali e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 1996, p. 800 ss.; di recente P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria*

che riguardano i
zionamento è, in
che proteggono
per statuto – che
un determinato
o statuto³⁴. Nel-
d essere previsto
eggere una parte
le proprie obbli-
azioni privilegia-
ne in determinati
sono anche dati
i privilegiate che
per mantenere il

sono le seguenti.
il diritto di no-
e? La soluzione
alla disposizione

cata corresponsione
anto l'introduzione
zione del privilegio.

42 *Cal. Law Rev.*
1993, p. 59, riferisce
rie all'attivazione del
E. la regola 313.00,
de che" C) Preferred
ould have the right
quarterly dividends.
vidends occurred in
umulative dividends
egularly for at least
t the right to elect
quorum exceed the
ection of directors.
right of a preferred
change recommends
stock is not listed."
Ch. 1975).

ioni, Milano, 1956,
e, in *Giur. comm.*,
onomia statutaria

che impone che sia l'assemblea ordinaria a nominare (e quindi a revocare) gli amministratori.

L'art. 2351 c.c., a ben vedere, non contiene elementi direttamente rilevanti per rispondere a tale quesito ma consente che vi siano azioni diverse da quelle alle quali è attribuito il voto nell'assemblea ordinaria purchè queste non superino la maggioranza del capitale sociale. La *ratio* della regola – già presente nel precedente sistema con riferimento alle azioni privilegiate e di risparmio – è quella di imporre che sia la maggioranza del capitale sottoscritto a rimanere titolare del diritto di voto incondizionato e assoluto per conservare un equilibrio – seppure non una esatta corrispondenza – tra rischio e potere.

In secondo luogo, l'ordinamento (art. 147-ter, T.U.F.) ha promosso la rappresentanza delle minoranze in consiglio di amministrazione, attraverso l'adozione di meccanismi di voto di lista, che promuove la rappresentanza proporzionale attraverso la procedura di voto dell'assemblea ordinaria.

È infine oramai prevalente l'opinione che il voto sospeso, quando viene attribuito, viene esercitato non in un'assemblea speciale – che è per legge competente sul pregiudizio ma non è detto sia il luogo costante di ogni diritto di voto delle azioni speciali – ma nell'assemblea ordinaria.

Coordinando tali elementi, sembra possibile concludere che è possibile che uno statuto attribuisca ad una categoria il diritto di nominare un certo numero di amministratori purché la nomina avvenga nell'assemblea generale a seguito di una votazione, e cioè non si tratti di una designazione. Inoltre, è necessario che la clausola non eluda al momento della sua introduzione la disposizione che impone che sia la maggioranza del capitale ad essere titolare del potere di nominare e revocare gli amministratori.

Non è quindi possibile che la minoranza del capitale sia titolare di azioni di categoria che consentano la nomina della maggioranza degli amministratori. La efficacia della clausola è allora condizionata alla circostanza che la maggioranza degli amministratori sia nominata dalla categoria alla quale appartengono la maggioranza delle azioni.

nelle società per azioni, Torino, 2000, pp. 323-353; A. ANGELILLIS e M.L. VITALI, *Commento art. 2351*, in *Commentario alla riforma delle società*, cit., p. 436-437. Contrario G. CASELLI, *Vicende del rapporto di amministrazione*, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1999, p. 24; G. CASELLI, *Problemi in tema di nomina degli amministratori di società per azioni*, in *Contratto e impresa*, 1989, pp. 85-86; v. anche contro J. J. MENCIA, *La partecipazione della minoranza nella nomina degli amministratori di società per azioni: sulla possibilità di introdurre un sistema proporzionale di elezione*, in *Giur. comm.*, 1993, I, pp. 970 ss.; A. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, cit., pp. 117-118; C. SILVETTI, *Nomina di amministratori da parte di gruppi di soci nelle società di capitali*, in *Giur. it.*, 1970, I, pp. 545 ss.

Nel corso della vita della società se – per effetto di riduzioni di capitale o della modifica del numero di amministratori – la categoria di azioni titolare del diritto di nominare la maggioranza degli amministratori finisse per divenire minoritaria nel numero delle azioni rispetto al capitale, la clausola dovrebbe essere disapplicata per evitare un risultato proibito dalla legge.

B) L'azionista, a seguito del verificarsi dell'evento, si vede attribuire il diritto di voto senza necessità che un eventuale ulteriore accertamento abbia efficacia costitutiva del diritto. Lo stesso azionista è legittimato al voto, con ogni conseguenza in merito alla sua partecipazione all'assemblea (necessità di convocazione, se lo statuto preveda modalità alternative personalizzate).

C) Con riferimento alle azioni emesse da società quotate, esse non costituiscono l'unico modello di azione con voto modificato nella società quotata, potendo la società quotata emettere azioni di categoria anche a voto sospeso o condizionato (come oramai prevede l'art. 104, comma 1-bis, T.U.F.³⁸). Per le società quotate, si è posta la questione se possano essere emesse azioni quotate a voto soppresso diverse dalle azioni di risparmio e se le azioni di risparmio possano essere emesse con voto sospeso. La soluzione ai due quesiti è affermativa.

C1) Restringere alle sole azioni di risparmio la possibilità di emettere azioni con voto soppresso sarebbe incoerente con le necessità di finanziamento delle società che fanno appello al risparmio e che quindi possono fruire della possibilità di modellare una particolare tipologia di azioni. Ciò frustrerebbe sostanzialmente uno degli obiettivi dichiarati della riforma e cioè di consentire la partecipazione di quanti più soggetti possibile al capitale di rischio.

L'art. 145 T.U.F. – sul quale non interviene l'art. 2351, per effetto della clausola di riserva "salvo quanto ..." – invece, *autorizza(va)* la società quotata ad emettere azioni senza voto, che in origine erano vietate, e prevede la necessità del privilegio per quell'azione denominata azione di risparmio. Tale azione gode della legge di circolazione al portatore, è necessariamente dotata di un diritto di opzione limitato, se postergata, di un diritto particolare in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o delle azioni di risparmio stesse, oltre che di una disciplina speciale dell'organizzazione comune (ora estesa dall'art. 147-bis alle assemblee speciali *tout court*).

³⁸ V. sul tema V. SANTORO, *Commento all'art. 2351*, in M. SANDULLI e V. SANTORO, *La riforma delle società*, II, 2, Torino, 2003, p. 148; A. BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, p. 467, p. 486; M. CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, p. 491, *ibidem*, p. 507.

Pertanto, la clausola di riserva prevista dall'art. 2351, 2° co., deve essere interpretata nel senso che l'autonomia statutaria, in principio libera quanto a composizione diritti amministrativi – diritti patrimoniali, non può incidere sul regolamento dell'azione denominata "azione di risparmio" che rimane, con privilegi e limiti, quella complessivamente disciplinata dall'art. 145 e ss. del T.U.F. Ne consegue la possibilità di emettere azioni senza voto non privilegiate purché non denominate azioni di risparmio³⁹.

C2) Occorre infine verificare se l'azione di risparmio, priva di voto, può essere nel mutato contesto normativo dotata di voto sospeso. Al riguardo, solo collocando storicamente la disposizione sembra possibile coglierne il senso attuale dopo la riforma. L'art. 145 T.U.F. autorizzava, quando era proibito, la soppressione del voto e prescriveva che questa fosse compensata dal diritto patrimoniale privilegiato. La disposizione prevedeva quindi un nuovo tipo di azione, quando il codice prevedeva una sorta di principio di tipicità.

Infatti, nell'impostazione originaria del codice, la selezione, tra le varie possibilità, delle azioni privilegiate a voto limitato era essenziale per non disincentivare l'afflusso al risparmio, moltiplicando le combinazioni dei diritti per le singole categorie e non disorientare il risparmiatore (Relazione n. 954 e 956).

Tuttavia, l'impostazione originaria di semplificazione è stata superata dalla disciplina delle azioni di risparmio contenuta nel T.U.F. che ha rimesso allo statuto il privilegio. Il problema è quindi se la disposizione dell'art. 145 abbia il senso di consentire una compressione totale del diritto amministrativo, in origine proibita dall'art. 2351, 2° co., c.c. ovvero se imponga tale compressione per l'emissione di azioni di risparmio e vieti quindi il voto sospeso.

L'art. 145 T.U.F. caratterizza l'azione di risparmio nel senso che non è ammessa una categoria di azioni da parte di società non quotata chiamata "azione di risparmio", indipendentemente dal fatto che questa abbia o meno il diritto di voto.

Sul piano patrimoniale, l'art. 145 non tipizza lo strumento azionario in modo tale che il sottoscrittore conosca in anticipo i termini dell'investimento. Solo in questa ipotesi, il contenuto del titolo sarebbe completo e quindi inammissibile un ulteriore intervento dello statuto sul diritto amministrativo. Ancora, l'orientamento dell'Autorità di vigilanza contrario alla conversione automatica in azione dotata di voto è stato superato dal-

³⁹ Cfr. anche le condivise osservazioni di M. NOTARI, in AA.Vv., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, p. 60 e ss.

l'art. 104, comma 1-*bis*⁴⁰. Ne consegue la possibilità di emettere azioni di risparmio a voto condizionato al verificarsi della mancata distribuzione.

⁴⁰ Nella Comunicazione del 29 luglio 1999, n. 99058868, alla Consob veniva sottoposta l'emissione di azioni di risparmio, convertibili in azioni ordinarie, emesse in forma nominativa, il cui regime prevedeva la comunicazione al mercato e alla Consob stabilita per legge per le partecipazioni rilevanti. La Consob, mentre le riteneva inammissibili per l'interferenza sull'o.p.a., affermava che non poteva trattarsi dell'applicazione dell'art. 120 T.U.F. in quanto il legislatore non aveva gravato con obblighi di comunicazione azioni prive del diritto di voto. Ne sarebbe conseguito il solo rilievo tra soci, e la sottrazione all'obbligo di vigilanza da parte della Consob, di comunicazioni così coneggiate. La Consob afferma da una parte che è possibile estendere, sebbene ai soli fini privati, e ciò già sarebbe sufficiente, la disciplina della comunicazione ma non afferma che sia possibile fare in modo che la sua attivazione sia condizionata ad eventi esterni, ciò che sembra escludere la possibilità di prevedere azioni di risparmio con diritto di voto condizionato.