

LE LEGGI COMMENTATE

IL TESTO UNICO DELLA FINANZA

a cura di

MARCO FRATINI

GIORGIO GASPARRI

aggiornato al

d.lg. 16 aprile 2012, n. 47

CON NORMATIVA COMPLEMENTARE COMMENTATA

Tomo secondo

UTET
GIURIDICA

4. La circolazione dei titoli e la costituzione dei vincoli	pag. 1012
5. L'esercizio dei diritti	» 1014

TOMO II

PARTE IV - DISCIPLINA DEGLI EMITTENTI

TITOLO I - DISPOSIZIONI GENERALI

Art. 91 Poteri della CONSOB (<i>Annachiara Russo</i>)	» 1023
1. Genesi e funzione dell'art. 91	» 1023
2. La tutela degli investitori	» 1024
3. L'efficienza e la trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali	» 1025
4. I poteri della CONSOB nei confronti degli emittenti: la vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva	» 1028
Art. 92 Parità di trattamento (<i>Annachiara Russo</i>)	» 1029
1. La parità di trattamento nell'ordinamento societario nazionale	» 1029
2. L'esordio del principio di parità di trattamento nella disciplina del mercato mobiliare: l'art. 4-ter, l. n. 216/1974 e la sua trasposizione nell'art. 92 TUF	» 1031
3. Le innovazioni alla norma apportate dal d.lg. n. 195/2007 e le disposizioni del Regolamento Emittenti attuative delle disposizioni comunitarie	» 1033
4. Il significato delle espressioni «portatori di strumenti finanziari» e «identiche condizioni»	» 1035
5. La finalità dell'art. 92	» 1036
6. Le violazioni dell'art. 92 e gli strumenti di tutela	» 1037
Art. 93 Definizione di controllo (<i>Marco Lamandini</i>)	» 1038
1. Premessa: l'art. 93, 1° co., TUF e il rinvio all'art. 2359, 1° co., nn. 1 e 2, c.c.	» 1039
2. La nozione di "controllo" di cui all'art. 2359 c.c. e di taluni suoi profili problematici: a) il controllo plurimo disgiunto e i patti di sospensione del voto	» 1039
3. "Controllo" e regolamentazioni statutarie o convenzionali: l'art. 93, 1° co., lett. a), TUF	» 1043
4. Il "controllo" solitario da patto parasociale: l'art. 93, 1° co., lett. b), TUF	» 1045
5. Il "controllo" congiunto	» 1045
6. L'art. 93, 2° co., TUF e il controllo indiretto	» 1048

TITOLO II - APPELLO AL PUBBLICO RISPARMIO

CAPO I - OFFERTA AL PUBBLICO DI SOTTOSCRIZIONE E DI VENDITA (artt. 93 bis-101 ter)

Art. 93-bis Definizioni (<i>Pietro Fioruzzi, Eugenio S. De Nardis e Nicole B. Puppiani</i>)	» 1053
1. Rinvio	» 1054

SEZIONE I - OFFERTA AL PUBBLICO DI STRUMENTI FINANZIARI COMUNITARI E DI PRODOTTI FINANZIARI DIVERSI DALLE QUOTE O AZIONI DI OICR APERTI (artt. 94-98 bis)

Art. 94 Prospetto d'offerta (<i>Pietro Fioruzzi, Eugenio S. De Nardis e Nicole B. Puppiani</i>)	» 1057
1. Considerazioni introduttive	» 1058
2. L'offerta al pubblico di prodotti finanziari	» 1059
2.1. (Segue): Il collocamento tramite soggetti abilitati e la rivendita di strumenti finanziari acquistati da investitori qualificati (cenni)	» 1062

pag. 1012
 » 1014
 » 1023
 » 1023
 » 1024
 dei capi-
 » 1025
 informa-
 » 1028
 » 1029
 » 1029
 iare: l'art.
 » 1031
 golamen-
 » 1033
 ne condi-
 » 1035
 » 1036
 » 1037
 » 1038
 » 1039
 atici: a) il
 » 1039
 a), TUF . » 1043
 » 1045
 » 1045
 » 1048
 s-101 ter)
 ppieni) . » 1053
 » 1054
 OTTI FINANZIARI
 B. Puppie-
 » 1057
 » 1058
 » 1059
 tenti finan-
 » 1062

3. L'oggetto dell'offerta al pubblico: i prodotti finanziari pag. 1062
 4. La disciplina dell'offerta: la comunicazione alla CONSOB » 1064
 4.1. (Segue): La predisposizione del prospetto informativo » 1066
 5. Le diverse tipologie di prospetto: il prospetto unico » 1068
 5.1. (Segue): Il prospetto composto o tripartito » 1070
 5.2. (Segue): Il prospetto di base » 1071
 6. Il prospetto di quotazione (cenni) » 1073
 7. La responsabilità da prospetto » 1073
 7.1. Gli orientamenti dominanti prima della riforma del 2007 » 1074
 7.2. L'ambito di applicazione della nuova disciplina » 1077
 7.3. I soggetti responsabili » 1079
 7.4. Il nesso causale e il danno » 1081
 7.5. La prova liberatoria » 1082
 7.6. Il termine per l'esercizio dell'azione » 1084
 7.7. L'azione di classe per la responsabilità da prospetto » 1085
Art. 94-bis Approvazione del prospetto (*Pietro Fioruzzi, Eugenio S. De Nardis e Nico-
 le B. Puppiani*) » 1087
 1. Considerazioni introduttive » 1088
 2. Procedura e termini di approvazione » 1090
 3. La verifica della CONSOB: il controllo sulla completezza » 1091
 3.1. (Segue): Il controllo sulla coerenza e sulla comprensibilità » 1093
 3.2. (Segue): Il controllo sulla legittimità » 1094
 3.3. (Segue): Il controllo sulla veridicità » 1095
 4. La responsabilità della CONSOB: natura e disciplina applicabile » 1096
 4.1. (Segue): Elementi della fattispecie » 1098
Art. 95 Disposizioni di attuazione (*Pietro Fioruzzi, Eugenio S. De Nardis e Nicole B.
 Puppiani*) » 1100
 1. Considerazioni introduttive » 1100
 2. Ambito di applicazione della norma » 1101
 3. Pubblicazione del prospetto » 1101
 4. Procedura per lo svolgimento dell'offerta » 1102
 5. Regole di correttezza » 1104
Art. 95-bis Revoca dell'acquisto o della sottoscrizione (*Pietro Fioruzzi, Eugenio S. De
 Nardis e Nicole B. Puppiani*) » 1105
 1. Cenni introduttivi » 1105
 2. Omissione del prezzo e della quantità dell'offerta » 1106
 3. Supplemento al prospetto » 1106
Art. 96 Bilanci dell'emittente (*Pietro Fioruzzi, Eugenio S. De Nardis e Nicole B. Puppie-
 ni*) » 1107
 1. Finalità e ambito di applicazione » 1107
 2. Disciplina applicabile: il «doppio binario» per i prodotti finanziari » 1108
 2.1. (Segue): «[L]ultimo bilancio» e il bilancio consolidato » 1109
 2.2. (Segue): Relazione di revisione e revisione legale » 1110
 3. Convergenza dei sistemi contabili e *cross-listing* delle società (cenni) » 1111
Art. 97 Obblighi informativi (*Pietro Fioruzzi, Eugenio S. De Nardis e Nicole B. Puppie-
 ni*) » 1112
 1. L'ambito di applicazione » 1112
 2. Obblighi di *disclosure* dei soggetti coinvolti nell'offerta al pubblico » 1113
 2.1. (Segue): Comunicazione al pubblico e alla CONSOB » 1114

Indice sommario

2.2. (Segue): Potere regolamentare della CONSOB	pag. 1114
3. Ulteriori poteri informativi della CONSOB	» 1115
4. I bilanci «approvati o redatti nel periodo dell'offerta»	» 1115
Art. 98 Validità comunitaria del prospetto (<i>Pietro Fioruzzi, Eugenio S. De Nardis e Nicole B. Puppieni</i>)	» 1116
1. Considerazioni introduttive	» 1116
2. Ambito di applicazione della norma	» 1118
3. Disciplina del «passaporto europeo»	» 1119
3.1. Poteri della CONSOB	» 1120
4. Regime linguistico del prospetto	» 1121
Art. 98-bis Emittenti di Paesi extracomunitari (<i>Pietro Fioruzzi, Eugenio S. De Nardis e Nicole B. Puppieni</i>)	» 1122
1. Considerazioni introduttive	» 1123
2. Ambito di applicazione della norma	» 1124
SEZIONE II - OFFERTA AL PUBBLICO DI QUOTE O AZIONI DI OICR APERTI (artt. 98 ter-98 quinquies)	
Art. 98-ter Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori e prospetto	» 1129
Art. 98-quater Disposizioni di attuazione	» 1129
Art. 98-quinquies Obblighi informativi (<i>Emanuele Marrocco</i>)	» 1130
1. Inquadramento	» 1131
2. Le più recenti novità	» 1131
3. Comunicazione del prospetto e del KIID alla CONSOB (modalità e contenuti)	» 1134
4. Contenuto del prospetto e del KIID	» 1137
5. Pubblicazione del prospetto e del KIID di OICR aperti italiani e loro aggiornamento	» 1141
6. Pubblicazione del prospetto di OICR aperti esteri e suo aggiornamento	» 1142
7. Responsabilità da prospetto	» 1143
8. Modalità di svolgimento dell'offerta e obblighi di comportamento	» 1144
9. Obblighi informativi, rinvio	» 1146
SEZIONE III - DISPOSIZIONI COMUNI (artt. 99-101 ter)	
Art. 99 Poteri della CONSOB (<i>Annachiara Russo</i>)	» 1151
1. Premessa	» 1151
2. Contenuto e ambito applicativo della norma	» 1152
Art. 100 Casi di inapplicabilità (<i>Mantio Stefano Nuzzo</i>)	» 1153
1. Finalità e presupposti della norma	» 1154
2. Analisi dei casi di inapplicabilità previsti dal TUF	» 1156
2.1. Gli investitori qualificati	» 1156
2.2. Il numero di destinatari e l'importo dell'offerta	» 1161
2.3. Gli strumenti finanziari emessi da enti pubblici	» 1164
2.4. I prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni	» 1165
3. La delega alla CONSOB e gli ulteriori casi di esenzione	» 1169
Art. 100-bis Circolazione dei prodotti finanziari (<i>Andrea Gabrielli</i>)	» 1171
1. Premessa	» 1172
2. L'evoluzione della disciplina	» 1172

pag. 1114
 » 1115
 » 1115
dis e Ni-
 » 1116
 » 1116
 » 1118
 » 1119
 » 1120
 » 1121
Nardis e
 » 1122
 » 1123
 » 1124
r-98 quinquies
prospetto » 1129
 » 1129
 » 1130
 » 1131
 » 1131
 » 1134
 » 1137
mento » 1141
 » 1142
 » 1143
 » 1144
 » 1146
 » 1151
 » 1151
 » 1152
 » 1153
 » 1154
 » 1156
 » 1156
 » 1161
 » 1164
 » 1165
 » 1169
 » 1171
 » 1172
 » 1172

3. L'ambito di applicazione della norma pag. 1173
 4. La nozione di rivendita sistematica » 1175
 5. L'*holding period* » 1175
 6. Il sistema sanzionatorio. La nullità » 1176
 6.1. Il risarcimento del danno » 1178
 6.2. Le sanzioni amministrative e le norme societarie. Esigenze di coordinamento » 1180
 7. L'eccezione relativa ai titoli di Stato. Ancora attuale? » 1180
Art. 101 Attività pubblicitaria (*Doina D'Eramo e Andrea Meiani*) » 1180
 1. Evoluzione storica della disciplina: attività pubblicitaria e offerta al pubblico di prodotti finanziari. Le origini e la *ratio* ispiratrice » 1181
 2. L'art. 101 TUF e la normativa regolamentare » 1189
 2.1. (Segue): L'ambito di applicazione, gli obblighi dei soggetti vigilati e i criteri per lo svolgimento dell'attività pubblicitaria » 1189
 2.2. (Segue): I poteri cautelari e interdittivi della CONSOB » 1197
 3. Le sanzioni » 1199
 4. Il rapporto con la disciplina generale del Codice del consumo e le competenze dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) » 1200
Art. 101-bis Definizioni e ambito applicativo » 1202
Art. 101-ter Autorità di vigilanza e diritto applicabile » 1204

CAPO II - OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO O DI SCAMBIO (artt. 102-112)

SEZIONE I - DISPOSIZIONI GENERALI (artt. 102-104 ter)

Art. 102 Obblighi degli offerenti e poteri interdittivi (*Massimo Tesei*) » 1211
 1. Premessa » 1212
 2. La definizione di offerta pubblica di acquisto o di scambio e l'ambito di applicazione della disciplina » 1213
 2.1. Nozione di offerta » 1213
 2.2. Oggetto dell'offerta » 1214
 2.3. Soglie quantitative » 1215
 2.4. Esenzioni » 1217
 2.5. Offerte non finalizzate all'acquisizione del controllo » 1218
 3. Le altre definizioni contenute nell'art. 101-bis » 1219
 4. Le persone che agiscono di concerto » 1221
 4.1. La definizione generale » 1222
 4.2. Le presunzioni assolute » 1225
 4.3. Le presunzioni relative individuate dalla CONSOB » 1228
 4.4. Le ipotesi di esenzione » 1229
 5. Autorità di vigilanza e diritto applicabile » 1231
 6. L'avvio del procedimento di offerta » 1234
Art. 103 Svolgimento dell'offerta (*Filippo Troisi e Giorgio Vanzanelli*) » 1240
 1. Irrevocabilità dell'offerta » 1241
 1.1. *Dies a quo* dell'irrevocabilità dell'offerta » 1242
 1.2. Irrevocabilità sua eventuale derogabilità » 1244
 2. La condizionabilità dell'offerta » 1246
 2.1. Limiti alla condizionabilità dell'offerta » 1247
 2.2. Alcuni esempi di condizioni di efficacia dell'offerta » 1249
 2.3. Ammissibilità della rinuncia alla condizione » 1252
 3. Il principio di parità di trattamento » 1254

4. Poteri di vigilanza ispettiva e informativa della CONSOB	pag. 1259
5. Il comunicato dell'emittente	» 1261
5.1. La <i>ratio</i> della disposizione e gli interessi perseguiti dall'organo amministrativo	» 1263
5.2. Il contenuto del comunicato dell'emittente	» 1270
5.3. Aspetti procedurali	» 1274
5.4. Eventuale responsabilità derivante dal comunicato dell'emittente	» 1275
6. Il parere degli amministratori indipendenti	» 1281
7. Il documento d'offerta	» 1282
7.1. Il contenuto del documento d'offerta	» 1285
7.2. Le modalità di pubblicazione del documento d'offerta	» 1286
8. Modalità di svolgimento dell'offerta	» 1286
8.1. La durata dell'offerta	» 1290
8.2. La riapertura dei termini dell'offerta	» 1297
9. Norme di trasparenza	» 1302
10. Norme di correttezza	» 1304
10.1. La <i>best price rule</i>	» 1308
11. Le modifiche all'offerta	» 1310
12. Le offerte concorrenti e i rilanci	» 1310
12.1. Le offerte concorrenti	» 1312
12.2. I rilanci	» 1312
13. Riconoscimento di documenti d'offerta approvati da Autorità di vigilanza di Stati esteri	» 1313
14. Modalità di pubblicazione dei provvedimenti adottati dalla CONSOB	» 1314
Art. 104 Difese (Andrea Guaccero e Nicoletta Ciocca)	» 1315
1. Le difese dalle offerte pubbliche di acquisto. Gli obiettivi dell'offerta e la tutela dell'emittente e dei suoi azionisti	» 1316
2. L'evoluzione storica della regola di passività e il contesto della Direttiva 2004/25/CE	» 1320
3. Ambito soggettivo e oggettivo di applicazione. Esenzioni	» 1323
4. Il periodo temporale di applicazione. Inizio e fine dell'obbligo di neutralità amministrativa	» 1326
5. Il procedimento assembleare per l'autorizzazione delle difese	» 1328
6. Le difese successive	» 1335
7. Le difese preventive	» 1337
8. Le regole di condotta per gli amministratori e l'assemblea	» 1340
9. Il regime opzionale e le deroghe statutarie alla <i>passivity rule</i>	» 1344
Art. 104-bis Regola di neutralizzazione (Marco Maugeri)	» 1345
1. Scopo normativo e funzione economica della regola di neutralizzazione	» 1346
2. Esercizio dell'opzione e autonomia statutaria	» 1350
3. L'ambito di estensione della regola: la neutralizzazione delle limitazioni statutarie e parasociali al trasferimento dei titoli in pendenza dell'offerta	» 1351
4. (Segue): La neutralizzazione delle limitazioni statutarie e parasociali ai diritti di voto nell'assemblea convocata per deliberare sulle misure difensive ai sensi dell'art. 104 TUF	» 1353
5. (Segue): La neutralizzazione delle limitazioni statutarie e parasociali ai diritti di voto e dei diritti speciali di nomina alle cariche sociali nella prima assemblea successiva alla chiusura dell'offerta convocata per modificare lo statuto o per revocare o nominare gli amministratori o i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza	» 1354
6. La disciplina dell'indennizzo	» 1357
7. Le deroghe alla regola di neutralizzazione: le azioni privilegiate e i poteri speciali del socio pubblico	» 1361

pag. 1259
 » 1261
 attivo » 1263
 » 1265
 » 1270
 » 1274
 » 1275
 » 1281
 » 1282
 » 1285
 » 1286
 » 1286
 » 1290
 » 1297
 » 1302
 » 1304
 » 1308
 » 1310
 » 1310
 » 1312
 tati este-
 » 1313
 » 1314
 » 1315
 dell'emit-
 » 1316
 /25/CE » 1320
 » 1323
 ministra-
 » 1326
 » 1328
 » 1335
 » 1337
 » 1340
 » 1344
 » 1345
 » 1346
 » 1350
 itarie e pa-
 » 1351
 itti di voto
 ell'art. 104
 » 1353
 iritti di vo-
 lea succes-
 revocare o
 sorveglian-
 » 1354
 » 1357
 speciali del
 » 1361

Art. 104-ter Clausola di reciprocità (*Marco Maugeri*) pag. 1363
 1. Premessa » 1363
 2. L'ambito soggettivo di rilevanza della clausola di reciprocità » 1365
 3. Il giudizio di equivalenza » 1369
 4. Autorizzazione assembleare e reciprocità » 1370

SEZIONE II - OFFERTE PUBBLICHE DI ACQUISTO OBBLIGATORIE (artt. 105-112)

Art. 105 Disposizioni generali (*Andrea Guaccero e Nicoletta Ciocca*) » 1375
 1. La norma quale criterio soggettivo di applicazione della disciplina delle offerte obbliga-
 torie e la sua evoluzione » 1375
 2. I criteri normativi di selezione: a) le «società italiane» » 1376
 3. (Segue): La clausola di salvezza dell'art. 101-ter, 4° e 5° co. » 1378
 4. b) i «titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani» » 1380
 5. Il significato di partecipazione » 1381
 6. (Segue): Partecipazione e capitale sociale » 1382
 7. (Segue): Partecipazione e strumenti finanziari diversi dalle azioni: in particolare, gli stru-
 menti finanziari partecipativi con diritto di voto » 1385
 8. (Segue): Partecipazione e diritto di voto » 1385
 9. (Segue): Partecipazione e strumenti finanziari diversi dalle azioni: in particolare, gli stru-
 menti finanziari derivati » 1387
Art. 106 Offerta pubblica di acquisto totalitaria (*Fabio Fauceglia*) » 1389
 1. Premessa ed inquadramento sistematico » 1391
 2. Acquisti e superamento della soglia dell'OPA obbligatoria » 1394
 3. L'oggetto dell'OPA obbligatoria » 1396
 4. La determinazione del prezzo dell'OPA obbligatoria » 1401
 5. Recenti modifiche: l'obbligo di offerta e acquisto di strumenti finanziari » 1402
 6. Il corrispettivo dell'offerta » 1403
 7. Problemi relativi all'OPA a cascata » 1405
 8. L'OPA da consolidamento » 1407
 9. L'OPA preventiva totalitaria » 1407
 10. La nuova disciplina delle esenzioni dall'obbligo di OPA » 1407
Art. 107 Offerta pubblica di acquisto preventiva (*Filippo Troisi e Giorgio Vanzanelli*) » 1413
 1. *Ratio* dell'istituto » 1414
 2. Oggetto e corrispettivo » 1415
 3. Divieto di acquisti preventivi » 1416
 4. Approvazione da parte dei possessori dei titoli » 1417
 5. Poteri della CONSOB » 1418
 6. Divieto di acquisti successivi » 1419
 7. Divieto di deliberare operazioni di fusione e scissione » 1420
Art. 108 Obbligo di acquisto (*Vito Maurizio Iacobellis*) » 1421
 1. Cenni introduttivi » 1422
 2. Il 1° comma: l'obbligo di acquisto da *sell-out* » 1424
 3. Il 2° comma: l'«obbligo di acquisto residuale» » 1428
 4. La determinazione del corrispettivo » 1430
 5. La regolamentazione CONSOB » 1435
Art. 109 Acquisto di concerto (*Filippo Troisi e Giorgio Vanzanelli*) » 1435
 1. Evoluzione normativa e *ratio* dell'istituto » 1435
 2. Elementi costitutivi della fattispecie del concerto: il concetto di «acquisti» come elemen-
 to chiave nell'applicazione delle norme sul concerto » 1437

3. (Segue): Il principio di solidarietà	pag. 1438
4. (Segue): Il concerto da patto parasociale: l'attività interpretativa della CONSOB	» 1439
5. (Segue): La retrodatazione del concerto da patto parasociale	» 1441
6. Il concerto "grosso"	» 1442
Art. 110 Inadempimento degli obblighi (<i>Gianluca Romagnoli</i>)	» 1443
1. L'integrazione dell'art. 110 TUF	» 1444
2. Le diverse forme di reazione alla violazione degli obblighi	» 1445
3. Diritti degli investitori; oltre il problema della risarcibilità	» 1446
4.1. La sospensione del diritto di voto e l'impugnazione delle delibere assembleari	» 1449
4.2. La legittimazione processuale della CONSOB	» 1450
5. L'obbligo di alienazione	» 1451
6. Il potere di CONSOB di imporre un'offerta "riparatoria"	» 1453
7. Interessi e parti del procedimento	» 1454
Art. 111 Diritto di acquisto (<i>Massimo Tesei</i>)	» 1456
1. Premessa	» 1456
2. La <i>ratio</i> della previsione	» 1457
3. L'inquadramento giuridico dell'istituto ed i profili di costituzionalità	» 1459
4. Alcune questioni interpretative e applicative	» 1461
5. Corrispettivo (rinvio) e procedura	» 1465
Art. 112 Disposizioni di attuazione (<i>Massimo Tesei</i>)	» 1466
1. L'attribuzione alla CONSOB del potere regolamentare	» 1467
2. L'elevazione della percentuale <i>ex art.</i> 108	» 1467

TITOLO III - EMITTENTI

CAPO I - INFORMAZIONE SOCIETARIA (artt. 113-118 bis)

Art. 113 Ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari comunitari	» 1473
Art. 113-bis Ammissione alle negoziazioni di quote o azioni di OICR aperti (<i>Marco Fratini</i>)	» 1474
1. Il quadro normativo europeo	» 1475
2. Il quadro normativo interno. Rinvio	» 1476
3. La Direttiva 2010/73/UE: la caratterizzazione e la semplificazione delle informazioni	» 1476
3.1. Il prospetto unico, il prospetto plurimo, il prospetto diacronico e il prospetto <i>per relationem</i>	» 1477
3.2. La fase dialogica che preceda la comunicazione del prospetto alla CONSOB	» 1478
3.3. Il certificato di approvazione	» 1478
3.4. Supplementi e note informative	» 1478
3.5. Le modalità di pubblicazione (in forma elettronica vincolata) e la validità del prospetto	» 1479
3.6. Esenzioni dall'obbligo di pubblicare un prospetto	» 1479
3.7. La validità comunitaria dell'approvazione del prospetto	» 1481
3.8. La responsabilità autonoma da nota di sintesi	» 1482
4. La responsabilità della CONSOB e la risarcibilità del danno da omessa vigilanza: riflessioni sulla giurisdizione e rinvio	» 1482
4.1. Una proposta ricostruttiva: interesse legittimo e giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo	» 1486
5. L'ammissione alle negoziazioni di quote o azioni di OICR aperti: il rinnovato quadro normativo europeo e nazionale. Rinvio	» 1487

pag. 1438
 » 1439
 » 1441
 » 1442
 » 1443
 » 1444
 » 1445
 » 1446
 » 1449
 » 1450
 » 1451
 » 1453
 » 1454
 » 1456
 » 1456
 » 1457
 » 1459
 » 1461
 » 1465
 » 1466
 » 1467
 » 1467
 » 1473
 » 1474
 » 1475
 » 1476
 » 1476
 » 1477
 » 1478
 » 1478
 » 1478
 » 1479
 » 1479
 » 1481
 » 1482
 » 1482
 » 1486
 » 1487

Art. 113-ter Disposizioni generali in materia di informazioni regolamentate (*Filippo Annunziata*) pag. 1488

1. Premessa » 1489
2. La definizione di informazione regolamentata » 1490
3. Il potere regolamentare della CONSOB » 1492
4. Strumenti ammessi alla negoziazione non su richiesta dell'emittente » 1492
5. Poteri di intervento della CONSOB » 1493

Art. 114 Comunicazioni al pubblico (*Filippo Annunziata*) » 1493

1. La struttura dell'art. 114 TUF » 1496
2. Gli obblighi di informazione continua » 1496
3. L'oggetto degli obblighi di comunicazione e la nozione di informazione privilegiata » 1500
4. L'adempimento degli obblighi di comunicazione » 1506
5. Il ritardo nella diffusione delle informazioni » 1508
6. La comunicazione a terzi di informazioni privilegiate » 1510
7. Gli obblighi di informazione previsti ai sensi dell'art. 114, 5° co., TUF » 1511
8. Gli obblighi di comunicazione (il c.d. "insider dealing") » 1514
9. I giornalisti » 1518
10. Le agenzie di rating » 1518

Art. 114-bis Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori (*Filippo Annunziata*) » 1520

1. Premessa » 1521
2. La disciplina previgente » 1521
3. La ratio della norma » 1523
4. Ambito di applicazione della disciplina » 1524
 - 4.1. Soggetti destinatari e società di riferimento » 1524
 - 4.2. La disciplina attuativa » 1525

Art. 115 Comunicazioni alla CONSOB (*Filippo Annunziata*) » 1526

1. Il sistema di comunicazione dalla CONSOB » 1526
2. L'informazione societaria. La convocazione delle assemblee » 1527
 - 2.1. Le operazioni con parti correlate » 1527

Art. 115-bis Registri delle persone che hanno accesso ad informazioni privilegiate (*Francesco La Manno*) » 1529

1. Introduzione » 1530
2. Il quadro delle fonti normative » 1532
3. I soggetti obbligati all'istituzione (e alla gestione) del registro » 1534
4. La disciplina applicabile in caso di più ordinamenti "concorrenti" » 1536
5. Le persone oggetto di iscrizione nel registro » 1537
6. Le modalità di tenuta del registro » 1542
7. Possibili linee evolutive della disciplina » 1546

Art. 116 Strumenti finanziari diffusi tra il pubblico (*Francesco La Manno*) » 1548

1. Premessa » 1549
2. Le nozioni di "emittenti strumenti finanziari diffusi" e di "emittenti azioni diffuse" » 1553
 - 2.1. La prima definizione del 1999 » 1553
 - 2.2. La definizione del 2003 » 1556
 - 2.3. Le modalità di inclusione nella (e di esclusione dalla) categoria degli emittenti diffusi » 1560
3. La nozione di "emittenti strumenti finanziari ammessi alle negoziazioni nei sistemi multilaterali di negoziazione" » 1562
4. La disciplina degli emittenti strumenti finanziari (azioni) diffusi(e) e quella degli emittenti negoziati su MTF » 1563

Indice sommario

4.1. Premessa	<i>pag.</i> 1563
4.2. Gli obblighi di informativa	» 1565
4.3. I casi di esonero dagli obblighi informativi	» 1569
4.4. La revisione legale dei conti	» 1570
4.5. I casi di inapplicabilità <i>ex art.</i> 118 TUF	» 1571
4.6. Le disposizioni relative al funzionamento delle assemblee	» 1572
4.7. La disciplina degli strumenti finanziari negoziati su MTF	» 1573
Art. 117 Informazione contabile (<i>Francesco La Manno</i>)	» 1575
1. Quotazione nei mercati regolamentati e obblighi di redazione del bilancio consolidato	» 1576
2. Armonizzazione contabile europea e internazionale	» 1578
Art. 117-bis Fusioni fra società con azioni quotate e società con azioni non quotate (<i>Massimiliano Silvetti e Gianmatteo Nunziante</i>)	» 1583
1. <i>Ratio</i> della norma	» 1583
2. Quadro normativo di riferimento	» 1584
3. Gli aspetti rilevanti richiesti dalla norma: gli obblighi informativi	» 1584
3.1. (Segue): L'entità degli attivi	» 1587
Art. 117-ter Disposizioni in materia di finanza etica (<i>Riccardo Gotti Tedeschi</i>)	» 1588
1. Cenni introduttivi	» 1588
2. Analisi della norma: ambito soggettivo e oggettivo di applicazione	» 1589
3. Gli obblighi di informazione e di rendicontazione	» 1591
4. La qualifica di "etico": criticità definitorie	» 1593
Art. 118 Casi di inapplicabilità (<i>Massimiliano Silvetti e Gianmatteo Nunziante</i>)	» 1595
1. <i>Ratio</i> della norma	» 1595
2. Il 1° comma dell'art. 118	» 1596
3. Il 2° comma dell'art. 118	» 1596
Art. 118-bis Controllo sulle informazioni fornite al pubblico (<i>Paolo Dragone</i>)	» 1597
1. Cenni introduttivi	» 1598
2. Modalità e termini per il controllo della CONSOB sulle informazioni comunicate al pubblico	» 1598
2.1. L'ambito soggettivo di applicazione	» 1598
2.2. L'ambito oggettivo di applicazione	» 1599
2.3. I principi internazionali in materia di vigilanza sull'informazione finanziaria	» 1600
2.4. La definizione del campione di vigilanza	» 1601
CAPO II - DISCIPLINA DELLE SOCIETÀ CON AZIONI QUOTATE (artt. 119-165 septies)	
Art. 119 Ambito di applicazione (<i>Alberto Toffoletto e Giuseppe Labianca</i>)	» 1605
1. Cenni introduttivi	» 1605
2. Lo statuto speciale delle società quotate e la valenza tipologica della quotazione	» 1605
3. L'ambito soggettivo di applicazione della disciplina delle società con azioni quotate	» 1608
3.1. Le società italiane	» 1608
3.2. La quotazione	» 1609
3.3. I mercati regolamentati	» 1611
4. Le ipotesi escluse dall'ambito di applicazione soggettivo della disciplina delle società con azioni quotate	» 1612
5. Le deroghe	» 1612
6. La <i>ratio</i> del diverso ambito di applicazione previsto negli artt. 119, 114 e 116 TUF	» 1613

SEZIONE I - ASSETTI PROPRIETARI (artt. 120-124)

pag.	1563
»	1565
»	1569
»	1570
»	1571
»	1572
»	1573
»	1575
onsolidato .	» 1576
»	1578
otate (Mas-	
»	1583
»	1583
»	1584
»	1584
»	1587
vi)	» 1588
»	1588
»	1589
»	1591
»	1593
ante)	» 1595
»	1595
»	1596
»	1596
?)	» 1597
»	1598
icate al pub-	
»	1598
»	1598
»	1599
ziaria . . .	» 1600
»	1601
5 septies)	
»	1605
»	1605
ione . . .	» 1605
quotate . .	» 1608
»	1608
»	1609
»	1611
società con	
»	1612
»	1612
TUF . . .	» 1613

Art. 120	Obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti (Paolo Giudici) . . .	pag. 1617
1.	Le radici della disciplina	» 1618
2.	Storia della disciplina italiana: l'art. 5, l. n. 216/1974	» 1618
3.	Le successive modifiche all'art. 5, l. n. 216/1974	» 1619
4.	L'art. 120 TUF e il Regolamento Emittenti: storia ed evoluzione	» 1620
5.	La disciplina regolamentare	» 1622
6.	I criteri di calcolo delle partecipazioni	» 1623
7.	Le partecipazioni potenziali e le posizioni lunghe	» 1623
8.	Le discipline speciali e le esenzioni	» 1625
9.	Trasparenza sugli aderenti a patti parasociali	» 1626
10.	Trasparenza sugli strumenti finanziari di cui all'art. 2351, 5° co., c.c.	» 1627
11.	Il termine di comunicazione	» 1627
12.	La sanzione civilistica della sospensione del diritto di voto	» 1627
13.	La comunicazione delle partecipazioni in società con azioni non quotate o in società a responsabilità limitata	» 1629
14.	La disciplina delle partecipazioni rilevanti è efficiente?	» 1629
Art. 121	Disciplina delle partecipazioni reciproche (Vincenzo Donatelli)	» 1630
1.	Ratio della norma e ragioni della sua "specialità"	» 1631
2.	Presupposti oggettivi e soggettivi	» 1635
2.1.	Gli "incroci azionari" tra norma speciale (art. 121) e norma generale (art. 2359-bis c.c.)	» 1636
3.	L'elevazione negoziata del limite dal 2 al 5%	» 1638
3.1.	Applicabilità anche al caso di incrocio con società non quotata	» 1638
3.2.	L'"accordo"	» 1639
3.3.	L'autorizzazione assembleare	» 1642
3.4.	La sequenza autorizzazione/accordo/acquisto	» 1644
3.5.	L'elevazione della soglia e gli incroci "triangolari"	» 1647
4.	Gli incroci "triangolari", le partecipazioni reciproche "indirette" e le partecipazioni reciproche "di gruppo" e "infragrappo"	» 1648
5.	Incrocio <i>ultra limen</i> a seguito di offerta pubblica di acquisto o di scambio	» 1651
5.1.	Applicabilità dell'esenzione anche agli incroci "triangolari"	» 1653
5.2.	Cenni alle ulteriori questioni relative al rapporto tra disciplina delle partecipazioni reciproche e disciplina dell'OPA obbligatoria	» 1654
6.	Conseguenze e sanzioni in caso di incrocio bilaterale o triangolare	» 1654
6.1.	La sospensione del diritto di voto	» 1655
6.2.	L'obbligo di alienazione per le reciproche bilaterali e il "divieto" di acquisto delle triangolari	» 1656
6.3.	Il criterio per dirimere l'incrocio e l'eventuale impossibilità di accertare chi abbia superato il limite successivamente	» 1657
6.4.	Eventualità che il nodo si sciogla per effetto di un trasferimento "spontaneo" da parte della società che aveva superato il limite per prima; e significato e rilevanza di un eventuale accordo per dirimere l'incrocio anche ove non sia impossibile accertare chi abbia superato il limite successivamente	» 1659
Art. 122	Patti parasociali	» 1660
Art. 123	Durata dei patti e diritto di recesso (Maurizio Pinnarò)	» 1661
1.	Premessa	» 1662
2.	Riconoscimento legislativo: vitalità o tramonto dei patti parasociali?	» 1663
3.	Definizione di patto parasociale	» 1665
4.	Ambito di applicazione della disciplina	» 1667
5.	"Stipulazione" e obblighi pubblicitari	» 1668

6. Gli aderenti al patto parasociale. Le società con azioni quotate, oggetto del patto	pag. 1671
7. Le finalità del patto parasociale	» 1672
8. Efficacia obbligatoria del patto	» 1675
9. Accordi sul voto e patti di consultazione	» 1676
10. Altri patti. L'agire di concerto	» 1679
11. Obblighi pubblicitari, titoli non quotati e società controllanti (non quotate)	» 1682
12. Mancato adempimento degli obblighi pubblicitari e divieto di esercizio del voto	» 1684
13. Nullità dei patti ed ancora sul divieto di esercizio del voto	» 1685
14. Durata dei patti e diritto di recesso	» 1687
15. Normativa OPA ed eclissi del patto parasociale	» 1690
16. Sanzioni amministrative	» 1692
Art. 123-bis Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (<i>Serenella Rossi</i>)	» 1693
1. Cenni generali	» 1695
2. I criteri di redazione	» 1696
3. I soggetti obbligati	» 1698
4. I contenuti della relazione	» 1698
5. Le informazioni sugli assetti proprietari	» 1698
6. Le informazioni sul diritto di voto degli azionisti e su altre regole statutarie o accordi in grado di influenzare il controllo societario	» 1699
7. Le informazioni sul governo societario	» 1701
8. Il controllo della società di revisione	» 1704
Art. 123-ter Relazione sulla remunerazione (<i>Maddalena Rabitti e Paola Spatola</i>)	» 1704
1. Le istituzioni europee e la spinta alla trasparenza delle remunerazioni	» 1706
2. Le fonti interne: il d.lg. 30.12.2010, n. 259 e l'introduzione dell'art. 123-ter TUF	» 1708
3. La relazione sulla remunerazione	» 1709
4. Il nuovo ruolo dell'assemblea	» 1713
5. I rapporti con l'art. 7 Codice di autodisciplina	» 1717
Art. 124 Casi di inapplicabilità (<i>Manlio Stefano Nuzzo</i>)	» 1720
1. Finalità e limiti della disciplina	» 1720
2. Criteri per l'esercizio della delega e problemi interpretativi	» 1721
SEZIONE I-BIS - INFORMAZIONI SULL'ADESIONE A CODICI DI COMPORTAMENTO (artt. 124 bis-124 ter)	
Art. 124-bis Obblighi di informazione relativi ai codici di comportamento	» 1725
Art. 124-ter Informazione relativa ai codici di comportamento (<i>Francesco La Manno</i>)	» 1725
1. Introduzione	» 1725
2. La nozione di codice rilevante	» 1731
3. La disciplina CONSOB in materia di pubblicità dei codici	» 1736
SEZIONE II - DIRITTI DEI SOCI (artt. 125-134)	
Art. 125 Convocazione dell'assemblea su richiesta della minoranza	» 1741
Art. 125-bis Avviso di convocazione dell'assemblea (<i>Massimiliano Silvetti e Gianmatteo Nunziante</i>)	» 1741
1. Premessa	» 1742
2. Il sistema previgente	» 1742

il patto . . . pag.	1671
. »	1672
. »	1675
. »	1676
. »	1679
o) »	1682
l voto »	1684
. »	1685
. »	1687
. »	1690
. »	1692
ella Rossi) »	1693
. »	1695
. »	1696
. »	1698
. »	1698
. »	1698
o accordi in »	1699
. »	1701
. »	1704
atola) »	1704
. »	1706
FUF »	1708
. »	1709
. »	1713
. »	1717
. »	1720
. »	1720
. »	1721
. »	1725
La Manno) »	1725
. »	1725
. »	1731
. »	1736
. »	1741
i e Gianmat- »	1741
. »	1742
. »	1742

3. Ambito di applicazione	pag.	1743
4. Termini dell'avviso di convocazione	»	1744
5. Contenuto dell'avviso	»	1745
6. Modalità di pubblicazione dell'avviso	»	1746
Art. 125-ter Relazioni sulle materie all'ordine del giorno (<i>Massimiliano Silveti e Gianmatteo Nunziante</i>)	»	1746
1. Premessa	»	1747
2. La relazione sulle materie all'ordine del giorno	»	1747
Art. 125-quater Sito internet (<i>Massimiliano Silveti e Gianmatteo Nunziante</i>)	»	1749
1. Premessa	»	1750
2. Informazioni disponibili sul sito <i>internet</i> prima dell'assemblea	»	1750
Art. 126 Convocazioni successive alla prima (<i>Gabriele Sciumbata</i>)	»	1751
1. Cenni introduttivi	»	1752
2. La convocazione unica	»	1752
3. L'operatività della norma	»	1753
4. L'applicabilità in via estensiva	»	1754
Art. 126-bis Integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea (<i>Gabriele Sciumbata</i>)	»	1755
1. Cenni introduttivi	»	1755
2. Il funzionamento concreto	»	1756
3. La richiesta di integrazione	»	1756
4. La relazione accompagnatoria	»	1757
Art. 127 Voto per corrispondenza o in via elettronica (<i>Gabriele Sciumbata</i>)	»	1758
1. Cenni introduttivi	»	1758
2. La disciplina regolamentare	»	1759
3. Il voto per corrispondenza	»	1760
4. Il voto elettronico	»	1762
5. La partecipazione elettronica all'assemblea	»	1763
Art. 127-bis Annullabilità delle deliberazioni e diritto di recesso (<i>Francesco Denozza</i>)	»	1764
1. L'interpretazione letterale	»	1764
2. Problemi pratici e possibili interpretazioni alternative	»	1766
3. Una incongruenza nel sistema o un sistema al tramonto?	»	1768
Art. 127-ter Diritto di porre domande prima dell'assemblea (<i>Chiara Mosca</i>)	»	1770
1. Introduzione	»	1770
2. Il contenuto delle domande legittimamente poste alla società: il criterio dell'attinenza alle materie all'ordine del giorno	»	1772
3. (Segue): Quando la società non è tenuta a rispondere	»	1774
4. (Segue): «Diritto di porre domande» e informazioni privilegiate	»	1776
5. Gli azionisti legittimati all'esercizio del «diritto di porre domande» e la loro identificazione	»	1777
6. I destinatari delle risposte (prima o durante l'assemblea)	»	1780
7. Conclusioni	»	1781
Art. 127-quater Maggiorazione del dividendo (<i>Giuseppe Alberto Rescio</i>)	»	1782
1. Origine e obiettivi della disposizione: dubbi di incostituzionalità; profili comparatistici	»	1783
2. Portata della disposizione: ampliamento dell'autonomia statutaria; rilevanza di condizioni soggettive dell'azionista; variabilità intrinseca del privilegio	»	1784

Indice sommario

3. Limiti massimi e calcolo del dividendo maggiorato	pag. 1786
4. Riserva del premio ai soci "non influenti"	» 1788
5. Durata del possesso azionario	» 1790
6. Conseguenze della cessione delle azioni	» 1791
7. Introduzione, modifica ed eliminazione della clausola	» 1792
8. Le condizioni ulteriori	» 1794
Art. 128 Denuncia al collegio sindacale e al tribunale	» 1796
Art. 129 Azione sociale di responsabilità	» 1796
Art. 130 Informazione dei soci (<i>Massimiliano Silvetti e Gianmatteo Nunziante</i>)	» 1797
1. Premessa	» 1797
2. Ambito di applicazione	» 1797
3. Modalità e termini di esercizio del diritto	» 1798
Art. 131 Diritto di recesso in caso di fusioni e scissioni	» 1799
Art. 132 Acquisto di azioni proprie e della società controllante (<i>Francesco Carbonetti</i>)	» 1799
1. Genesi e funzione della norma	» 1800
2. Ambito di applicazione	» 1800
3. Le modalità di acquisto consentite e la informazione al mercato	» 1801
4. Gli acquisti da dipendenti	» 1802
5. Rinvio	» 1802
Art. 133 Esclusione su richiesta dalle negoziazioni (<i>Alberto Toffoletto e Alessandra Stabellini</i>)	» 1803
1. Premessa. La finalità della norma	» 1803
2. Il campo di applicazione soggettivo: le società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani	» 1806
3. Il campo di applicazione oggettivo: gli strumenti finanziari delle società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani	» 1807
4. Le condizioni per l'applicazione della disciplina di cui all'art. 133	» 1808
4.1. La deliberazione dell'assemblea straordinaria	» 1808
4.2. L'ammissione degli strumenti finanziari su un altro mercato regolamentato italiano o di un altro Paese dell'Unione Europea	» 1809
4.3. La tutela equivalente degli investitori	» 1810
5. Il profilo procedurale: la disciplina regolamentare	» 1811
Art. 134 Aumenti di capitale (<i>Manlio Stefano Nuzzo</i>)	» 1812
1. Ambito di applicazione e finalità della disposizione	» 1812
2. Riduzione del termine minimo di pubblicazione dell'offerta dei diritti di opzione	» 1813
3. <i>Quorum</i> deliberativo per gli aumenti riservati ai dipendenti	» 1815
4. Conclusioni	» 1817

SEZIONE II-BIS - SOCIETÀ
COOPERATIVE (artt. 135-135 octies)

Art. 135 Percentuali di capitali (<i>Guido Bonfante</i>)	» 1821
1. L'art. 135 TUF e il problema della quotazione in borsa delle società cooperative	» 1821
2. L'accesso alla quotazione in borsa delle banche popolari fra circolazione delle azioni e regole mutualistiche	» 1822

pag. 1786
 » 1788
 » 1790
 » 1791
 » 1792
 » 1794
 » 1796
 » 1796
 » 1797
 » 1797
 » 1797
 » 1798
 » 1799
 Carbonet-
 » 1799
 » 1800
 » 1800
 » 1801
 » 1802
 » 1802
 » 1802
 » 1803
 » 1803
 mercati re-
 » 1806
 e con azio-
 » 1807
 » 1808
 » 1808
 » 1809
 » 1810
 » 1811
 » 1812
 » 1812
 » 1813
 » 1815
 » 1817
 » 1821
 » 1821
 azioni e re-
 » 1822

3. La disciplina legislativa applicata alle banche popolari quotate nei mercati regolamentati pag. 1824
 4. L'esegesi dell'art. 135 TUF » 1825
Art. 135-bis Disciplina delle società cooperative » 1826
Art. 135-ter Informazione al mercato in materia di attribuzione di strumenti finanziari a esponenti aziendali, dipendenti o collaboratori » 1827
Art. 135-quater Assemblea straordinaria » 1827
Art. 135-quinquies Integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea » 1827
Art. 135-sexies Relazioni finanziarie » 1827
Art. 135-septies Relazioni di revisione » 1828
Art. 135-octies Proposte di aumento di capitale (*Guido Bonfante*) » 1828
 1. La ratio degli artt. 135 bis-ter-quater-quinquies-sexies-septies-octies » 1828

SEZIONE II-TER - DELEGHE DI VOTO (artt. 135 novies-135 duodecies)

Art. 135-novies Rappresentanza nell'assemblea (*Luitgard Spögler*) » 1833
 1. Cenni introduttivi » 1833
 2. Soggetti legittimati a conferire deleghe di voto, modalità di designazione del rappresentante e di notifica delle delega » 1837
 3. I limiti al conferimento di deleghe: un unico rappresentante per ciascuna assemblea » 1841
 4. Considerazioni conclusive » 1843
Art. 135-decies Conflitto di interessi del rappresentante e dei sostituti (*Anna Di Vilio*) » 1844
 1. Quadro normativo di riferimento » 1844
 2. La disciplina del conflitto di interessi: obblighi del rappresentante e del rappresentato » 1845
 3. Presunzione di conflitto di interessi » 1846
 4. Mancata comunicazione al delegante del conflitto di interessi » 1847
Art. 135-undecies Rappresentante designato dalla società con azioni quotate (*Daniele Magno*) » 1847
 1. Premessa » 1848
 2. La designazione del rappresentante » 1848
 3. Il conferimento della delega al rappresentante » 1850
 4. Obblighi del rappresentante » 1851
Art. 135-duodecies Società cooperative (*Anna Di Vilio*) » 1852
 1. La disciplina in materia di deleghe di voto applicabile alle società cooperative » 1852
 2. Ratio dell'esclusione dell'applicazione della disciplina della delega di voto alle società cooperative » 1852

SEZIONE III - SOLLECITAZIONE DI DELEGHE (artt. 136-144)

Art. 136 Definizioni (*Andrea Aiello*) » 1855
 1. Cenni introduttivi » 1855
 2. L'eliminazione del riferimento alla "generalità degli azionisti" » 1857

3. Le raccomandazioni, dichiarazioni o indicazioni idonee a influenzare il voto	<i>pag.</i> 1858
4. La nuova figura del promotore	» 1860
Art. 137 Disposizioni generali (<i>Andrea Aiello</i>)	» 1862
1. I rapporti tra la disciplina generale della rappresentanza e quella speciale della sollecitazione	» 1863
2. Le limitazioni statutarie alla rappresentanza	» 1866
3. Gli azionisti dipendenti	» 1867
4. L'esclusione delle società cooperative	» 1868
Art. 138 Sollecitazione (<i>Andrea Aiello</i>)	» 1869
1. La sollecitazione di deleghe	» 1869
2. Il prospetto e il modulo di delega nella normativa regolamentare attuativa	» 1870
3. L'esercizio del diritto di voto	» 1873
Art. 139 Requisiti del committente	» 1873
Art. 140 Soggetti abilitati alla sollecitazione	» 1874
Art. 141 Associazioni di azionisti (<i>Andrea Aiello</i>)	» 1874
1. La raccolta di deleghe da parte delle associazioni di azionisti	» 1874
2. I requisiti delle associazioni di azionisti	» 1876
Art. 142 Delega di voto (<i>Raimondo Premonte</i>)	» 1880
1. Premessa	» 1880
2. La <i>ratio</i> della norma	» 1880
3. La forma della delega	» 1881
4. Le regole di contenuto	» 1881
5. Revocabilità della delega	» 1883
6. L'esercizio del voto	» 1883
7. La delega parziale	» 1883
Art. 143 Responsabilità (<i>Raimondo Premonte</i>)	» 1884
1. L'informazione degli azionisti nel corso della sollecitazione	» 1884
2. Le modifiche introdotte dal d.lg. 27.1.2010, n. 27	» 1885
3. Natura della responsabilità	» 1885
4. Onere della prova	» 1886
5. La diligenza richiesta al promotore	» 1886
Art. 144 Svolgimento della sollecitazione e della raccolta (<i>Raimondo Premonte</i>)	» 1887
1. Premessa	» 1888
2. La regolamentazione del procedimento di sollecitazione	» 1888
3. I poteri conferiti alla CONSOB	» 1889
4. I controlli sulle partecipazioni al capitale delle società	» 1890
5. Il regime sanzionatorio	» 1890
SEZIONE IV - AZIONI DI RISPARMIO ED ALTRE CATEGORIE DI AZIONI (artt. 145-147 bis)	
Art. 145 Emissioni delle azioni (<i>Carlo Felice Giampaolino</i>)	» 1895
1. Osservazioni generali	» 1896
2. Il rapporto con gli artt. 2348 e 2351 c.c. riformati	» 1898
3. L'ambito di applicazione della disciplina: <i>a)</i> la previa quotazione delle azioni ordinarie; <i>b)</i> i tipi societari	» 1900

o pag. 1858
 » 1860
 » 1862
 ella sollecita-
 » 1863
 » 1866
 » 1867
 » 1868
 » 1869
 » 1869
 » 1870
 » 1873
 » 1873
 » 1874
 » 1874
 » 1876
 » 1880
 » 1880
 » 1880
 » 1881
 » 1881
 » 1883
 » 1883
 » 1883
 » 1884
 » 1884
 » 1885
 » 1885
 » 1886
 » 1886
 onte) » 1887
 » 1888
 » 1888
 » 1889
 » 1890
 » 1890
 45-147 bis)
 » 1895
 » 1896
 » 1898
 i ordinarie; b)
 » 1900

4. L'emissione di azioni di risparmio. Modalità e procedimenti pag. 1902
 5. I privilegi di natura patrimoniale. Il divieto del patto leonino » 1905
 6. I privilegi nella partecipazione agli utili: a) diritto fisso (credito di dividendo); b) diritto di priorità. La delibera di distribuzione » 1907
 7. (Segue): a) la differenza in aumento; b) i criteri interpretativi in relazione ai dividendi espressi in misura fissa; c) ammissibilità dell'eliminazione del diritto in sede di liquidazione per le azioni speciali in presenza di clausola di credito di dividendo sull'utile . . . » 1909
 8. (Segue): La postergazione nelle perdite » 1911
 9. Gli altri diritti. Opzione. Recesso » 1911
 10. (Segue): L'azione di risparmio "a voto sospeso" (convertibile in azione con voto) . . . » 1914
 11. L'attribuzione statutaria di diritti particolari in caso di esclusione dalle negoziazioni . . » 1916
 12. La soppressione della norma di chiusura » 1917

Art. 146 Assemblea speciale (Carlo Felice Giampaolino) » 1918
 1. Osservazioni generali » 1919
 2. Le competenze dell'assemblea » 1920
 2.1. Le deliberazioni che pregiudicano i diritti della categoria » 1921
 3. Disciplina dell'assemblea e *quorum* assembleare » 1924

Art. 147 Rappresentante comune (Carlo Felice Giampaolino) » 1927
 1. La figura del rappresentante comune » 1927
 2. La nomina e la revoca del rappresentante comune degli azionisti di risparmio. Il compenso, la durata e la rieleggibilità » 1928
 3. I poteri del rappresentante comune degli azionisti di risparmio » 1930
 4. Impugnazione del rappresentante comune e tutela individuale risarcitoria *ex art. 2377 c.c.* » 1930
 5. L'autonomia statutaria nell'attribuzione dei poteri al rappresentante comune e all'assemblea speciale degli azionisti di risparmio » 1932
 6. Il diritto di informazione del rappresentante comune degli azionisti di risparmio . . . » 1932

Art. 147-bis Assemblee di categoria (Carlo Felice Giampaolino) » 1933
 1. Osservazioni generali » 1933

SEZIONE IV-BIS - ORGANI DI AMMINISTRAZIONE (artt. 147 ter-147 quinquies)

Art. 147-ter Elezione e composizione del consiglio di amministrazione (Mario Stella Richter jr) » 1937
 1. Premessa » 1939
 2. Elezione e composizione del consiglio di amministrazione nel sistema tradizionale . . » 1939
 3. La previsione statutaria del voto di lista » 1940
 4. Legittimazione e termini per la presentazione delle liste e loro pubblicità » 1941
 5. Voto di lista e procedimento assembleare » 1942
 6. Presentazione delle liste e patti parasociali » 1943
 7. Gli amministratori eletti dalle minoranze » 1944
 8. La sostituzione degli amministratori eletti dalle minoranze » 1946
 9. Gli amministratori indipendenti » 1947
 10. La decadenza dalla carica per perdita del requisito della indipendenza » 1948
 11. La revoca dalla carica degli amministratori indipendenti ed eletti dalle minoranze . . » 1949
 12. Composizione delle liste e quote di genere » 1950
 13. Elezione e composizione del consiglio di amministrazione nel sistema monistico . . . » 1951

Art. 147-quater Composizione del consiglio di gestione (Andrea Scafidi) » 1952
 1. Cenni introduttivi » 1952

2. Principali aspetti della disciplina del consiglio di gestione nel sistema dualistico di amministrazione e controllo, con particolare attenzione all'applicazione di tale modello nelle società quotate	pag. 1954
3. I contenuti della disposizione di cui al 1° comma. La soglia minima di indipendenza nell'ambito della compagine del consiglio di gestione. Riflessioni sistematiche e questioni applicative	» 1958
4. La questione della sospetta disparità di trattamento rispetto alla disciplina dei consiglieri indipendenti negli altri modelli di amministrazione e controllo	» 1961
5. Assenza di riferimenti al sistema di elezione mediante voto di lista ed al consigliere di minoranza	» 1964
6. I contenuti del comma 1-bis sull'equilibrio tra i generi all'interno del consiglio di gestione	» 1967

Art. 147-quinquies Requisiti di onorabilità (<i>Barbara Terranova</i>)	» 1969
1. Premessa	» 1969
2. Questioni attuative	» 1971
3. Requisiti di onorabilità	» 1972
4. Decadenza dalla carica	» 1974

SEZIONE V - ORGANI DI CONTROLLO (artt. 148-154)

Art. 148 Composizione (<i>Enrico Tonelli</i>)	» 1977
1. Premessa	» 1978
2. Numero dei sindaci	» 1980
3. Parità di accesso all'organo di controllo	» 1982
4. Nomina del presidente del collegio sindacale	» 1983
5. I sindaci eletti dalla minoranza	» 1985
6. Le cause di ineleggibilità e di decadenza	» 1987
7. I requisiti di onorabilità e professionalità	» 1988
8. L'accertamento dell'ineleggibilità o della decadenza dei componenti dell'organo di controllo	» 1988
9. Il divieto c.d. <i>interlocking directorates</i>	» 1989

Art. 148-bis Limiti al cumulo degli incarichi (<i>Enrico Tonelli</i>)	» 1990
1. La disciplina previgente	» 1990
2. I limiti previsti dalla CONSOB e i criteri per il loro calcolo	» 1991
3. Le conseguenze del superamento dei limiti	» 1993
4. La <i>disclosure</i> degli incarichi	» 1995

Art. 149 Doveri (<i>Lorenzo De Angelis</i>)	» 1995
1. Cenni introduttivi. La dicotomia fra controllo contabile e attività di vigilanza	» 1996
2. La vigilanza sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo	» 2002
3. (Segue): Sul rispetto dei principi di corretta amministrazione	» 2003
4. (Segue): Sull'adeguatezza della struttura amministrativa, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile della società e sull'affidabilità di questo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione	» 2004
5. (Segue): Sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste dai codici di comportamento	» 2006
6. (Segue): Sulle istruzioni impartite alle società controllate	» 2009
7. La partecipazione alle adunanze degli altri organi sociali	» 2011
8. La comunicazione di irregolarità alla CONSOB	» 2011
9. Modelli alternativi di <i>governance</i>	» 2015

Art. 150 Informazione (<i>Enrico Tonelli</i>)	» 2016
1. Flussi informativi interorganici e intraorganici nel TUF e nel Codice civile	» 2017

o di ammi-
dello nelle
pag. 1954
denza nel-
estioni ap-
» 1958
i consiglie-
» 1961
gliere di mi-
» 1964
di gestione
» 1967
» 1969
» 1969
» 1971
» 1972
» 1974
» 1977
» 1978
» 1980
» 1982
» 1983
» 1985
» 1987
» 1988
ano di con-
» 1988
» 1989
» 1990
» 1990
» 1991
» 1993
» 1995
» 1995
» 1996
» 2002
» 2003
ollo interno
sto nel rap-
» 2004
urio previste
» 2006
» 2009
» 2011
» 2011
» 2015
» 2016
» 2017

2. I soggetti tenuti all'obbligo d'informazione e i destinatari delle informazioni pag. 2018
3. I tempi e i modi della comunicazione » 2020
4. Il contenuto dell'informazione » 2021
5. Il dovere di informazione a carico dei preposti al controllo interno » 2022

Art. 151 Poteri (Lorenzo De Angelis) » 2023

1. I poteri istruttori di ispezione, controllo ed acquisizione di informazioni sulla società e sulle sue controllate » 2024
2. Il potere di richiedere la collaborazione di dipendenti della società vigilata » 2027
3. Il potere di convocare gli organi sociali » 2028
4. I dipendenti e gli ausiliari dei sindaci » 2029
5. Il libro delle adunanze e delle deliberazioni del collegio sindacale » 2030

Art. 151-bis Poteri del consiglio di sorveglianza (Vincenzo Cariello) » 2031

1. S.p.a. dualistiche non quotate, poteri del consiglio di sorveglianza e dei suoi singoli componenti: cenni » 2031
2. Digressioni sui poteri del presidente del consiglio di sorveglianza » 2034
3. Doveri individuali dei componenti del consiglio di sorveglianza » 2038
4. Operazioni con parti correlate e doveri informativi » 2043
5. Poteri collegiali e poteri individuali (specificamente sull'art. 151-bis TUF) » 2048

Art. 151-ter Poteri del comitato per il controllo sulla gestione (Duccio Regoli) » 2057

1. Cenni introduttivi » 2058
2. I poteri del comitato per il controllo sulla gestione » 2058
3. Confronto con la disciplina applicabile alle società non quotate » 2061
4. I poteri del comitato nel sistema dei diritti-doveri degli amministratori » 2061
5. Modalità organizzative e risorse per l'esercizio dei poteri del comitato » 2062

Art. 152 Denuncia al tribunale (Gian Domenico Mosco e Salvatore Lopreiato) » 2063

1. Il rapporto tra art. 152 TUF e l'art. 2409 c.c. » 2063
2. I legittimati alla denuncia nelle società quotate. In particolare, il rapporto tra la legittimazione della CONSOB e quella dei soci di minoranza e del pubblico ministero » 2064
3. (Segue): La legittimazione del collegio sindacale e l'evoluzione del sistema dei controlli » 2070
4. I presupposti: le "gravi irregolarità" e il campo d'intervento del tribunale » 2076
5. (Segue): Il danno potenziale alla società e alle sue controllate » 2085
6. La denuncia al tribunale e i sistemi di amministrazione e controllo » 2089
7. Le spese » 2094
8. Le banche » 2095

Art. 153 Obbligo di riferire all'assemblea (Salvatore Lopreiato) » 2098

1. L'evoluzione dell'istituto: dalla relazione dei sindaci sul progetto di bilancio alla relazione sulla vigilanza » 2098
2. I contenuti » 2101
3. (Segue): Le proposte sul bilancio e sulle "materie" di competenza dell'organo di controllo » 2103
4. I profili procedurali. Rinvio » 2104

Art. 154 Disposizioni non applicabili (Salvatore Lopreiato) » 2104

1. La *ratio* della norma » 2105
2. Le disposizioni non applicabili. Rinvii » 2105

SEZIONE V-BIS - INFORMAZIONE FINANZIARIA (artt. 154 bis-154 ter)

Art. 154-bis Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari (Anna-paola Negri-Clementi) » 2109

1. Cenni introduttivi – evoluzione normativa	<i>pag.</i> 2110
2. Gli obiettivi dell'art. 154- <i>bis</i> TUF	» 2111
3. Gli antecedenti nella legislazione statunitense e nelle direttive comunitarie	» 2112
4. L'ambito di applicazione dell'obbligo di nominare il Dirigente Preposto	» 2113
5. La nomina (e la revoca) del Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili	» 2114
6. Poteri e mezzi del Dirigente Preposto	» 2118
6.1. Poteri e mezzi del Dirigente Preposto nelle società quotate	» 2118
6.2. Poteri e mezzi del Dirigente Preposto nei gruppi di imprese	» 2119
7. Natura del rapporto	» 2120
8. I compiti del Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili	» 2121
8.1. La predisposizione di adeguate procedure amministrative, contabili e operative del Dirigente Preposto	» 2122
8.2. Le attestazioni rese dal Dirigente Preposto	» 2123
8.3. Le attestazioni in materia di società <i>off-shore</i>	» 2125
9. I rapporti con gli organi societari e la società di revisione	» 2126
10. La responsabilità del Dirigente Preposto	» 2127
Art. 154-<i>ter</i> Relazioni finanziarie (<i>Annapaola Negri-Clementi</i>)	» 2129
1. Cenni introduttivi - Il recepimento della Direttiva <i>Transparency</i> da parte del legisla- tore italiano	» 2131
2. L'ambito di applicazione degli obblighi di trasparenza di cui all'art. 154- <i>ter</i> TUF	» 2132
3. Gli obiettivi dell'art. 154- <i>ter</i> TUF	» 2132
4. La relazione annuale	» 2133
5. La relazione finanziaria semestrale	» 2136
5.1. Principi e contenuto	» 2136
5.2. L'obbligo di informativa sulle operazioni rilevanti con parti correlate	» 2139
6. La relazione intermedia sulla gestione	» 2140
7. I poteri della CONSOB	» 2141

SEZIONE VI - REVISIONE LEGALE DEI CONTI (artt. 155-165 *bis*)

Art. 155 Attività di revisione contabile	» 2147
Art. 156 Relazioni di revisione	» 2147
Art. 157 Effetti dei giudizi sui bilanci	» 2148
Art. 158 Proposte di aumento di capitale	» 2148
Art. 159 Conferimento e revoca dell'incarico	» 2149
Art. 160 Incompatibilità	» 2151
Art. 161 Albo speciale delle società di revisione	» 2153
Art. 162 Vigilanza sulle società di revisione	» 2153
Art. 163 Provvedimenti della CONSOB	» 2154
Art. 164 Responsabilità	» 2155
Art. 165 Revisione contabile dei gruppi	» 2156
Art. 165-<i>bis</i> Società che controllano società con azioni quotate	» 2156

pag. 2110
 » 2111
 » 2112
 » 2113
 contabili » 2114
 » 2118
 » 2119
 » 2120
 » 2121
 erative del » 2122
 » 2123
 » 2125
 » 2126
 » 2127
 » 2129
 el legislatore » 2131
 » 2132
 U.F. » 2132
 » 2133
 » 2136
 » 2136
 » 2139
 » 2140
 » 2141
 » 2147
 » 2147
 » 2148
 » 2148
 » 2149
 » 2151
 » 2153
 » 2153
 » 2154
 » 2155
 » 2156
 » 2156

SEZIONE VI-BIS - RAPPORTI CON SOCIETÀ ESTERE
 AVENTI SEDE LEGALE IN STATI CHE NON GARANTISCONO
 LA TRASPARENZA SOCIETARIA (artt. 165 ter-165 septies)

Art. 165-ter Ambito di applicazione pag. 2159

Art. 165-quater Obblighi delle società italiane controllanti » 2161

Art. 165-quinquies Obblighi delle società italiane collegate » 2162

Art. 165-sexies Obblighi delle società italiane controllate » 2162

Art. 165-septies Poteri della CONSOB e disposizioni di attuazione (*Marco Romanel-
 li*) » 2162

1. Cenni introduttivi » 2163
2. Ambito soggettivo di applicazione » 2166
 - 2.1. Limitazione dell'ambito soggettivo alle entità *off-shore* costituite in forma societaria... » 2167
 - 2.2. (Segue): ... aventi sede legale in paradisi societari » 2168
 - 2.3. La relazione di controllo e di collegamento con la società estera » 2168
3. I criteri di individuazione degli Stati che non garantiscono la trasparenza societaria » 2168
4. I «criteri equivalenti» idonei a soddisfare le esigenze di trasparenza societaria » 2171
5. L'elenco speciale di Stati che presentano «carenze particolarmente gravi» » 2172
6. Regime sanzionatorio dell'irregolare acquisto del controllo di una società *off-shore* » 2173
7. Obblighi informativi delle società italiane controllanti » 2173
8. La relazione illustrativa degli amministratori » 2175
9. La revisione del bilancio della società estera controllata » 2175
10. Obblighi delle società italiane collegate a entità *off-shore* » 2177
11. Obblighi delle società italiane controllate da entità *off-shore* » 2178
12. Delimitazione dei poteri della CONSOB » 2179

TOMO III

PARTE V - SANZIONI

TITOLO I - SANZIONI PENALI

CAPO I - INTERMEDIARI E MERCATI (artt. 166-171)

Art. 166 Abusivismo (*Valerio Napoleoni*) » 2187

1. Collocazione sistematica e genesi della norma » 2187
2. Oggetto della tutela » 2191
3. Soggetti attivi » 2196
4. Le fattispecie previste dal 1° comma. Profili generali. Valenza della formula «senza es-
 servi abilitato» » 2197
5. L'ipotesi di cui alla lett. a): svolgimento abusivo di servizi o attività di investimento o di
 gestione collettiva del risparmio » 2201
6. L'ipotesi di cui alla lett. b): offerta abusiva in Italia di quote o azioni di OICR » 2206
7. L'ipotesi di cui alla lett. c): offerta fuori sede e promozione o collocamento a distanza
 abusivi » 2208
8. La fattispecie prevista dal 2° comma: abusivo esercizio dell'attività di promotore finan-
 ziario » 2212
9. Elemento soggettivo » 2217
10. Momento consumativo e tentativo » 2218
11. Trattamento sanzionatorio » 2219

Art. 145 Emissioni delle azioni

1. *Le società italiane con azioni ordinarie quotate in 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.*
2. *L'atto costitutivo determina il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio; stabilisce altresì i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio.*
3. *Le azioni devono contenere, in aggiunta alle indicazioni prescritte dall'articolo 2354 del codice civile, la denominazione di «azioni di risparmio» e l'indicazione dei privilegi che le assistono; le azioni possono essere al portatore, salvo il disposto dell'articolo 2354, secondo comma, del codice civile. Le azioni appartenenti agli amministratori, ai sindaci e ai direttori generali devono essere nominative¹.*
4. *[Il valore nominale complessivo delle azioni di risparmio, in concorso con quelle delle azioni con voto limitato emesse ai sensi dell'articolo 2351 del codice civile, non può superare la metà del capitale sociale]².*
5. *Se, in conseguenza della riduzione del capitale per perdite, l'ammontare delle azioni di risparmio e delle azioni a voto limitato supera la metà del capitale sociale, il rapporto indicato nel comma 4 deve essere ristabilito entro due anni mediante emissione di azioni ordinarie da attribuire in opzione ai possessori di azioni ordinarie. Tuttavia, se la parte di capitale rappresentata da azioni ordinarie si è ridotta al di sotto del quarto del capitale sociale, deve essere riportata almeno al quarto entro sei mesi. La società si scioglie se il rapporto tra azioni ordinarie e azioni di risparmio e con voto limitato non è ristabilito entro i termini predetti.*
6. *Della parte di capitale sociale rappresentata da azioni di risparmio non si tiene conto ai fini della costituzione dell'assemblea e della validità delle deliberazioni, né per il calcolo delle aliquote stabilite dagli articoli 2367, 2393, quinto e sesto comma, 2393-bis, 2408, secondo comma e 2409, primo comma, del codice civile³.*
7. *Le azioni di risparmio possono essere emesse sia in sede di aumento del capitale sociale, osservando le disposizioni dell'articolo 2441 del codice civile, sia in sede di conversione di azioni già emesse, ordinarie o di altra categoria; il diritto di conversione è attribuito ai soci con deliberazione dell'assemblea straordinaria.*
8. *Salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo, in caso di aumento di capitale a pagamento per il quale non sia stato escluso o limitato il diritto di opzione, i possessori di azioni di risparmio hanno diritto di opzione su azioni di risparmio della stessa categoria ovvero, in mancanza o per la differenza, nell'ordine, su azioni di risparmio di altra categoria, su azioni privilegiate ovvero su azioni ordinarie.*

¹ Comma così modificato dall'art. 9.72, d.lg. 17.1.2003, n. 6, inserito dall'art. 3, d.lg. 6.2.2004, n. 37.

² Comma abrogato dall'art. 9.72, d.lg. 17.1.2003, n. 6, inserito dall'art. 3, d.lg. 6.2.2004, n. 37.

³ Comma prima sostituito dall'art. 9.72, d.lg. 17.1.2003, n. 6, inserito dall'art. 3, d.lg. 6.2.2004, n. 37, e poi così modificato dall'art. 3, comma 2, l. 28.12.2005, n. 262.

Commento di CARLO FELICE GIAMPAOLINO

Sommario: 1. Osservazioni generali. 2. Il rapporto con gli artt. 2348 e 2351 c.c. riformati. 3. L'ambito di applicazione della disciplina: a) la previa quotazione delle azioni ordinarie; b) i tipi societari. 4. L'emissione di azioni di risparmio. Modalità e procedimenti. 5. I privilegi di natura patrimoniale. Il divieto del patto leonino. 6. I privilegi nella partecipazione agli utili: a) diritto fisso (credito di dividendo); b) diritto di priorità. La delibera di distribuzione. 7. (Segue): a) la differenza in aumento; b) i criteri interpretativi in relazione ai dividendi espressi in misura fissa; c) ammissibilità dell'eliminazione del diritto in sede di liquidazione per le azioni speciali in presenza di clausola di credito di dividendo sull'utile. 8. (Segue): La postergazione nelle perdite. 9. Gli altri diritti. Opzione. Recesso. 10. (Segue): L'azione di risparmio "a voto sospeso" (convertibile in azione con voto). 11. L'attribuzione statutaria di diritti particolari in caso di esclusione dalle negoziazioni. 12. La soppressione della norma di chiusura.

1. Osservazioni generali. – Al luglio 2011, sono quotate trenta azioni di risparmio. La disciplina statutaria non riflette più la disciplina originaria introdotta dagli artt. 14 e 15, l. 7.6.1974, n. 216, di conversione del d.l. 8.4.1974, n. 95, che fissavano per legge il contenuto delle emissioni ed ai quali gli statuti si erano adeguati¹.

La categoria era stata introdotta nel 1974 all'esito di un dibattito che intendeva distinguere gli azionisti risparmiatori (quale profilo tipologico interessato al risultato economico dell'investimento), e gli azionisti interessati alla gestione dell'impresa². Le azioni di risparmio soddisfacevano quindi l'aspettativa di investimento e i loro ti-

¹ L'art. 14, l. n. 216/1974 prevedeva: – Le società le cui azioni ordinarie sono quotate in borsa possono emettere azioni prive del diritto di voto, privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale, per un ammontare che non superi, in concorso con quello delle azioni con voto limitato emesse ai sensi dell'art. 2351 c.c., la metà del capitale sociale. Tali azioni devono contenere la denominazione di "azioni di risparmio" in aggiunta alle indicazioni prescritte dall'art. 2354 c.c. Le azioni di risparmio possono essere emesse tanto in sede di aumento del capitale sociale, osservando le disposizioni dell'art. 2441 c.c., quanto in sede di conversione di azioni già emesse, ordinarie o di altra categoria. Il diritto alla conversione è attribuito ai soci con deliberazione dell'assemblea straordinaria, che ne determina le condizioni e il periodo e le modalità di esercizio. Le azioni di risparmio possono essere al portatore, salvo il disposto del secondo comma dell'art. 2355 c.c., e sono ammesse di diritto alla quotazione nelle borse in cui sono quotate le azioni ordinarie della società. Le azioni di risparmio, salvo quanto stabilito nei successivi commi e nell'art. 15, attribuiscono gli stessi diritti delle azioni ordinarie. I possessori delle azioni di risparmio non hanno il diritto di intervenire nelle assemblee della società né quello di richiederne la convocazione. Della parte del capitale sociale rappresentata dalle azioni di risparmio non si tiene conto ai fini della costituzione dell'assemblea e dalla validità delle deliberazioni, né per il calcolo delle aliquote stabilite dagli articoli 2367, 1° co., e 2393, 3° e 4° co., c.c. In caso di aumento del capitale sociale i possessori di azioni di risparmio hanno diritto di ricevere in opzione azioni di risparmio di nuova emissione e in mancanza, o per la differenza, azioni ordinarie. Gli amministratori che emettono azioni di risparmio senza l'indicazione prescritta nel 1° comma sono puniti con l'ammenda da lire 1 milione a lire 5 milioni. La società si scioglie se il rapporto fra azioni ordinarie e azioni senza voto o con voto limitato non è ristabilito entro i termini predetti. Le deliberazioni relative alla riduzione e alla reintegrazione del capitale debbono assicurare, mediante i necessari raggruppamenti o frazionamenti, la parità di valore nominale delle azioni.

² Secondo un orientamento sarebbe stato necessario dotare di caratteristiche e regolamentazione propria la categoria dei piccoli risparmiatori, istituendo una tipologia di azioni priva dei diritti amministrativi ed invece dotata di particolari privilegi di natura patrimoniale garantiti dalla legge (FERRI G., *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, in *Riv. società*, 1956, 35 ss.). Secondo altri sarebbe stato necessario predisporre una nuova disciplina idonea ad incentivare l'interesse dei piccoli azionisti verso una maggiore partecipazione alla vita della società (ASCARELLI, *I problemi della società anonima per azioni*, in *Riv. società*, 1956, 3 ss.). Per una ricognizione dei vari orientamenti si rimanda a BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, 1326. In relazione alle azioni di risparmio ex l. n. 216/1974 si rinvia, *inter alia*, a SPADA P., *Le azioni di risparmio*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, II, 590 ss.; FERRI G., *Il significato delle azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 1976, I, 779 ss.; BIONE, *Le azioni*

n. 37, e poi così modi-

ti. 3. L'ambito di ap-
ietari. 4. L'emissione
divieto del patto leo-
: b) diritto di priorità.
etativi in relazione ai
e di liquidazione per
postergazione nelle
to sospeso" (conver-
sione dalle nego-

ta nel 1974 all'esi-
eva distinguere gli
profilo tipologico
omico dell'investi-
ti alla gestione del-
mio soddisfaceva-
stimento e i loro ti-

sa possono emettere
itale, per un ammon-
art. 2351 c.c., la metà
in aggiunta alle indi-
le di aumento del ca-
zioni già emesse, or-
ell'assemblea straor-
rario possono essere
alla quotazione nelle
nto stabilito nei suc-
elle azioni di rispar-
convocazione. Della
ella costituzione del-
rticoli 2367, 1° co., e
nio hanno diritto di
azioni ordinarie. Gli
sono puniti con l'am-
e e azioni senza voto
luzione e alla reinte-
nti, la parità di valo-

ione propria la cate-
i ed invece dotata di
nell'evoluzione della
orre una nuova disci-
lla vita della società
icognizione dei vari
Testo unico delle di-
998, 1326. In relazio-
io, in Riv. dir. civ.,
ss.; BIONE, *Le azioni*

tolari erano assimilabili sul piano tipologico agli
azionisti privilegiati descritti nella Relazione al
Codice, in quanto la soppressione del diritto di
voto doveva essere il riflesso del carattere di
azionista razionalmente apatico e assenteista³.
Per tale ragione, a fronte della soppressione in-
tegrale del voto, era la stessa legge a dettare i cri-
teri di remunerazione dell'investimento, all'art.
15⁴. È stato peraltro notato che il maggior nume-
ro di emissioni di azioni di risparmio, prima ma-
niera, si è avuto nei periodi di massimi rialzi bor-
sistici del 1980-1981, con trenta delle cinquanta-
tre emissioni del periodo 1975-1983, e del 1985-
1986⁵. Ciò probabilmente per la possibilità di far

pagare ingenti sovrapprezzi rispetto al valore no-
minale, senza diluizione.

Le azioni di risparmio sono divenute ad un certo
punto recessive, così come negli Stati Uniti le
previsioni legali di obblighi di dividendi per le
azioni privilegiate⁶. Le ragioni di questa minore
diffusione sono probabilmente l'irrigidimento
della struttura del capitale dato dalla fissazione
di un rendimento, lo sconto sui valori di quota-
zione delle azioni con il voto, l'interesse degli
investitori istituzionali verso azioni con voto, e
infine l'estraneità alla disciplina dell'OPA obbli-
gatoria⁷.

In sede di redazione del TUF si è quindi constata-

di risparmio tra mito e realtà, in *Giur. comm.*, 1975, I, 164 ss.; RISPOLI FARINA, *Le azioni di risparmio. Democrazia e oligarchia nella gestione della S.p.A.*, in *La recente riforma delle S.p.A.*, a cura di Minervini, Napoli, 1976, 75 ss.; FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, in *La riforma stralcio delle società per azioni e la piccola riforma della borsa valori*, Milano, 1975, 94; DE ACUTIS, *Le azioni di risparmio*, Milano, 1981; COSTA, *Il rappresentante comune degli azionisti di risparmio*, Milano, 1984; BIONE, *Le azioni*, in *Tratt. Colombo-Portale*, III, Torino, 1991, 18; ANGELICI, *Della società per azioni. Le azioni*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 1992, 172 ss. Successivamente al TUF, si veda BARTALENA, *Le azioni di risparmio*, Pisa, 1999 (ed. provv.); NOTARI, art. 145, (*Emissione delle azioni*), in *La disciplina delle società quotate nel testo unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Marchetti P. e Bianchi L.A., II, Milano, 1999, 1534; SANTAGATA, art. 145 (*Emissione delle azioni*), in *Testo Unico della Finanza*, a cura di Campobasso, Torino, 2002, 1172; ABRIANI, *Azioni di risparmio*, in *Digesto priv.*, 4, Agg., Torino, 1997, 57; Id., art. 145 TUF, in *Giur. it.*, 1998, 1994 ss.; NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa*, 2003, I, 542; SFAMENI, *Azioni di categoria e diritti patrimoniali*, Milano, 2008.

³ Cfr. Relazione, n. 956, con la motivazione, notoria, di ritagliare una disciplina particolare per gli azionisti «con l'animo degli obbligazionisti»: «il nuovo codice consente che l'atto costitutivo possa stabilire che una categoria di azioni (...) abbia diritto al voto solo nelle assemblee straordinarie. Al privilegio 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».

⁴ L'art. 15 della stessa legge così disponeva: Gli utili netti risultanti dal bilancio regolarmente approvato, dedotta la quota di riserva legate, devono essere distribuiti alle azioni di risparmio fino alla concorrenza del cinque per cento del valore nominale dell'azione. Gli utili che residuano dopo l'assegnazione alle azioni di risparmio del dividendo privilegiato stabilito nel 1° comma, di cui l'assemblea delibera la distribuzione, sono ripartiti fra tutte le azioni in modo che alle azioni di risparmio spetti un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura pari al due per cento del valore nominale dell'azione. L'atto costitutivo può stabilire il dividendo privilegiato di cui al 1° comma e la maggiorazione di cui al comma precedente in misura superiore a quelle ivi indicate. Quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore alla misura indicata nel 1° comma o stabilita ai sensi del 3° comma, la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi. In caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni. Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale. La riduzione del capitale sociale per perdite non importa riduzione del valore nominale delle azioni di risparmio se non per la parte della perdita che eccede il valore nominale complessivo delle altre azioni. Se in conseguenza della riduzione del capitale per perdite l'ammontare delle azioni di risparmio e delle azioni a voto limitato supera la metà del capitale sociale, il rapporto previsto nell'art. 14, 1° co., deve essere ristabilito entro due anni mediante emissione di azioni ordinarie da attribuire in opzione ai possessori di azioni ordinarie. Tuttavia, se la parte di capitale rappresentata da azioni ordinarie si è ridotta al disotto del quarto del capitale sociale, deve essere riportata almeno al quarto entro tre mesi.

⁵ V. CESARINI, *Le azioni di risparmio: La prassi*, in *Riv. società*, 1984, 1183, 1211; BIGELLI, *Le azioni di risparmio*, Bologna, 2003, 67, con ulteriori considerazioni.

⁶ Sia consentito il rinvio per ulteriori riferimenti a GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali*, Milano, 2004.

⁷ Anche nell'ordinamento tedesco si ritiene modesto il successo delle azioni privilegiate senza voto, che si sono diffuse in modo rilevante a partire dal 1980. Cfr. con indicazioni BEZZENBERGER T., *Vorzugsaktien ohne Stimmrecht*, Köln

to che la disciplina non abbia oggettivamente fatto raggiungere risultati confortanti, determinando al contrario un andamento altalenante delle azioni, rappresentative di una percentuale assai limitata del capitale di rischio investito in borsa⁸. Un risultato ritenuto essenzialmente derivante dall'insufficienza dei privilegi garantiti dalla legge, il 5% del valore nominale del titolo. Si era quindi creata la legittima aspettativa di un nuovo intervento legislativo che garantisse l'effettività del rendimento minimo per gli azionisti di risparmio⁹ (eventualmente con la riduzione del previ-

gente grado di autonomia negoziale della società emittente per garantire una maggiore resa patrimoniale dei titoli).

Tuttavia, in coerenza con l'obiettivo di liberalizzare, il legislatore del TUF ha ritenuto di eliminare le precedenti limitazioni normative in merito alla determinazione dei privilegi patrimoniali, a favore di una maggiore autonomia statutaria della società emittente¹⁰.

2. Il rapporto con gli artt. 2348 e 2351 c.c. riformati. - Sul piano sistematico, il rapporto tra

- Berlin - Bonn - München, 1991, 10, 15 ss., 26 ss. Le azioni di risparmio sono escluse dalla disciplina riguardante l'offerta pubblica di acquisto obbligatoria. Pertanto, in caso di OPA totalitaria è discusso se il diritto di riscatto possa essere esercitato anche per le azioni di risparmio. V. la vicenda Banco di Napoli, riportata su *Il sole 24-Ore*, 15.3.2001, 31, risolta poi da un'offerta volontaria anche sulle azioni di risparmio. Riguardo all'inclusione delle azioni di risparmio nell'ambito della disciplina dell'OPA, l'art. 111, 1° co., TUF dispone che il diritto di acquisto sorge in capo a "chiunque, a seguito di un'offerta pubblica avente ad oggetto la totalità delle azioni con diritto di voto, venga a detenere più del novantotto per cento di tali azioni" e concerne "le azioni residue". Da un punto di vista letterale la "residualità" appare chiaramente riferita al due per cento di azioni con diritto di voto e non a una diversa categoria di azioni senza diritto di voto che non presenta carattere di residualità rispetto all'oggetto dell'OPA. In secondo luogo, sul piano della *ratio* della disciplina, la norma è posta a favore del titolare del novantotto per cento delle azioni con diritto di voto, in quanto gli attribuisce un potere di espropriazione privata, ciò che depone per il carattere eccezionale dell'attribuzione, che consente di eliminare dalla compagine societaria azionisti con partecipazioni irrilevanti e potenzialmente fonte solo di disturbo. In questo senso cfr. VENTORUZZO, *sub art. 111*, in *La disciplina delle società quotate*, a cura di Marchetti P. e Bianchi L.A., I, Milano, 1999, 478; GUARRACINO, *sub art. 111*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, II, Padova, 1998, 1034. A favore della tesi dell'eccezionalità inoltre va ricordato che diritto fondamentale dell'azionista è quello di rimanere tale senza essere costretto ad ulteriori esborsi o a vendere le azioni né si pone un problema di diritto all'uscita in caso di riscatto, in quanto il potere è liberamente esercitabile dal titolare delle azioni. Anche per questo profilo la norma dell'art. 111 TUF che introduce una regola che consente la estromissione degli azionisti di minoranza è da considerarsi eccezionale e non suscettibile di essere applicata oltre i casi espressamente considerati e cioè con riguardo alle azioni senza diritto di voto. Le modalità di fissazione del prezzo di riscatto depongono nel senso del riferimento alla sola categoria delle azioni oggetto di OPA obbligatoria, e quindi alle azioni con voto. Infatti, il meccanismo di fissazione del prezzo delle azioni per il caso di riacquisto prevede che il prezzo sia ancorato, tra gli altri parametri, a quello della precedente offerta avente ad oggetto la totalità delle azioni "con diritto di voto" e sarebbe quindi incongruo se fosse applicabile ad azioni che non abbiano formato oggetto di offerta di acquisto. Sulla questione v. ora COLOMBO, MARCHETTI P., *Delisting e azioni di risparmio (Due pareri a confronto)*, in *Banca borsa*, 2002, I, 365 ss.

⁸ I dati relativi alla percentuale delle azioni di risparmio, prima della riforma di cui al TUF, sono stati esposti da una ricerca congiunta di ASSOGESTIONI e ASSOCIAZIONE ITALIANA DEGLI ANALISTI FINANZIARI, *Le azioni di risparmio. Analisi economica e prospettive di riforma*, Roma, 1997, nonché nei rapporti annuali. Rilevano l'andamento altalenante e non incoraggiante relativo al ricorso alle azioni di risparmio CESARINI, *Le azioni di risparmio: la prassi. La legge 216 dieci anni dopo. Aspetti societari*, Milano, 1985, 214; BALZARINI, *Le azioni senza diritto di voto*, Milano, 1992, 8; BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1328.

⁹ Attuabile mediante l'abbandono del riferimento al valore nominale delle azioni per il calcolo della percentuale del privilegio, ed utilizzando invece diversi parametri di riferimento, come il prezzo di emissione o la quotazione di borsa delle azioni. Per approfondite riflessioni sul punto si veda CESARINI, *Le azioni di risparmio*, cit., 1191; ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta. 100 tesi per la riforma del governo societario in Italia*, Bologna, 1997, 150 ss.; NOTARI, *art. 145*, cit., 1534.

¹⁰ Tale rottura con l'intenso dibattito che aveva preceduto la riforma, è stata criticata da BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1328, ancorché si sia dato poi atto di come le scelte di politica legislativa poi adottate sono in linea con quelle di altri ordinamenti, NOTARI, *art. 145*, cit., 1534. È stato peraltro rilevato come, a ben vedere, la disciplina previgente dettasse, con riferimento ai privilegi di natura patrimoniale, delle limitazioni solamente in negativo, perfettamente derogabili in senso migliorativo. E tuttavia tale rilievo potrebbe forse superarsi consi-

l'art. 145 e le operazioni del codice relative alle azioni ha subito una importante modifica a seguito della riforma del diritto societario. La disposizione letteralmente prevede che l'azione di risparmio non abbia diritto di voto ed abbia un privilegio. Essa è da considerare come una disposizione di passaggio tra le disposizioni generali dell'art. 2348 e 2351 c.c., relative alle azioni, come erano e come sono state novellate.

a) Al momento della entrata in vigore dell'art. 145 TUF, l'azione ordinaria, l'azione privilegiata e l'azione di risparmio costituivano le categorie nelle quali emergevano le diverse funzioni dello strumento azionario per le quali la sottoscrizione di azioni è investimento - strumento di spostamento nel tempo del valore della ricchezza - e conferimento preordinato alla partecipazione - cioè alla titolarità di un rapporto giuridico con gli altri soci attraverso la società¹¹.

b) L'art. 2351 c.c. ante novella consentiva la formazione di una categoria speciale che potesse essere esclusa dalla gestione ordinaria, conservando il voto nella straordinaria, e sin dalla sua prima stesura recava, nella Relazione, il riferimento agli azionisti con l'animo degli obbligazionisti¹². L'art. 2351 c.c. ante novella seleziona-

va una categoria - le privilegiate - in anticipo tra le tante in astratto possibili, in esplicita considerazione del fatto che la moltiplicazione dei titoli avrebbe comportato il disorientamento del risparmiatore anziché l'incentivo ad investire in azioni¹³. Pertanto, nel 1974 e nel 1998, per introdurre nuove azioni, le azioni di risparmio, la legge doveva espressamente utilizzare lo strumento della "categoria" diversa rispetto a quelle nominate e prevedere che queste non avessero diritto di voto neppure nell'assemblea straordinaria. La prospettiva della riforma non è invece quella di prevedere categorie di azioni, tra le quali quelle privilegiate a voto limitato o le azioni di risparmio, ma di predisporre moduli di disciplina per conformare le categorie (diritto patrimoniale diverso, correlazione, assenza di voto, riscattabilità).

c) L'art. 145 TUF è inoltre ispirato dall'originaria logica compensativa. Infatti, la disposizione ammette che il voto sia escluso in assoluto, e che vi sia una categoria che non abbia voto in quanto ha un privilegio. Tuttavia, successivamente alla novella, non esiste più neppure la parola "privilegio" e le società per azioni non quotate possono eliminare il diritto di voto, fino alla eliminazione, senza dover attribuire un privilegio di natura patrimoniale¹⁴. Le sole azioni di risparmio sono quindi an-

derando che la vecchia disciplina poneva delle limitazioni, ora rimosse, anche in relazione alla facoltà di scelta fra le diverse tipologie di privilegio.

¹¹ Cfr. MIGNOLI, *Idee e problemi nell'evoluzione della "company" inglese*, in *Riv. società*, 1960, 633.

¹² La norma discende dall'art. 170 del Progetto D'Amelio («L'atto costitutivo o lo statuto può stabilire che una parte delle azioni della società abbia diritto di voto soltanto nelle assemblee straordinarie») e viene illustrata nella Relazione originaria con la nota considerazione, poi trasfusa nella Relazione al codice civile, secondo la quale sono «azionisti con l'animo degli obbligazionisti» ed è strettamente collegata sia alla previsione del 1° comma secondo la quale «ogni azione attribuisce il diritto di voto» sia a quella del 3° comma, collocata nell'ultima stesura, che vieta le azioni a voto plurimo. Cfr. PADOA SCHIOPPA, *Saggi di storia del diritto commerciale*, Milano, 1992, 221 e 242.

¹³ Cfr. Relazioni nn. 954 e 956. Il problema della formazione di una categoria di azioni priva del diritto di voto e del rapporto tra tale previsione e l'art. 2351, 2° co., c.c. si ripropose poi nel progetto De Gregorio, nella Relazione al quale si legge che esso era risolto attraverso la soppressione dell'art. 2351, 2° co., c.c. con una disposizione finale [art. 129, lett. a)]. L'introduzione di un'azione priva del diritto di voto emessa da società quotata non avrebbe implicato l'abrogazione implicita della disposizione. Cfr. Relazione al Progetto De Gregorio, in *Riv. società*, 1966, 162, per il punto qui richiamato. Cfr. BUTTARO, *Le azioni senza voto*, in *La riforma delle società di capitali*, II, Milano, 1968, 509 ss., 511, contrario alla previsione di azioni senza voto nel Progetto De Gregorio in quanto strumento di de-responsabilizzazione dei gruppi di controllo incoerente con le finalità della disciplina.

¹⁴ Sul problema della "compensazione" tra diritto di voto e privilegio cfr., ante novella, con varie soluzioni, ANGELICI, *La circolazione della partecipazione azionaria*, in *Tratt. Colombo-Portale*, II, Torino, 1991, 287; CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, 2, *Le società*, 4ª ed., Torino, 1999, 200, per il quale non sono vietate azioni con voto privilegiate ma solo azioni senza voto non privilegiate; ABRIANI, *Il divieto del patto leonino*, Milano, 1994, 134 ss.; GAMBINO, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, 372 ss., che poneva in diretta correlazione privilegio e voto, escludendo la possibilità di privilegiate a voto pieno.

cora ispirate alla logica della protezione attraverso la compensazione, tramite il privilegio, della soppressione del voto. Si è superata quindi l'originaria prospettiva del rapporto tra azione-partecipazione e privilegio, nozione scomparsa, ma l'evoluzione del sistema delle categorie si è compiuta sulla base di un percorso tracciato. L'attribuzione, resa possibile dall'art. 2346 c.c., di diritti amministrativi a strumenti finanziari non azionari, unita alle emissioni azionarie senza voto, diritto d'intervento e d'impugnazione obbliga quindi a ridiscutere la "partecipazione" quale "archetipo" dell'emissione azionaria in relazione ad altri fenomeni di destinazione delle risorse all'attività economica (il mutuo e l'associazione in partecipazione) che possono caratterizzare le emissioni di strumenti finanziari ed obbligazionari¹⁵.

3. L'ambito di applicazione della disciplina: a) la previa quotazione delle azioni ordinarie; b) i tipi

societari. – Ai sensi dell'art. 145, 1° co., TUF, l'emissione di azioni di risparmio è riservata alle «società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea».

a) Vi sono quindi tre requisiti strutturali necessari all'emissione di tale categoria di azioni. L'emissione può avvenire solo ad opera di società *italiane*¹⁶, con azioni «ordinarie, quotate in mercati regolamentati». La seconda condizione delineata dalla norma è quella relativa al carattere ordinario delle azioni. In proposito può innanzitutto rilevarsi come la previsione di tale requisito non sia altro che una conferma dell'impostazione di cui alla disciplina previgente della l. n. 216/1974, per la quale l'emissione di azioni di risparmio doveva essere limitata alle sole società con azioni ordinarie quotate non potendo, per contro, estendersi ad azioni di qualsiasi categoria ancorché ammesse alla quotazione¹⁷.

¹⁵ Cfr., SPADA P., *op. cit.*, 590 ss.; v. inoltre per una riconsiderazione di questi temi e per l'adozione di una prospettiva analitica, GIAMPAOLINO, *op. cit.*, 30 ss.; TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. società*, 2002, 1062, 1109; PISANI MAS-SAMORMILE, *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Riv. società*, 2003, 1268 ss.; 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 borsa*, 2003, I, 532 ss. Uno spunto in tale senso in ABRIANI, *sub art. 2348*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di Cottino, Bonfante, Cagnasso e Montalenti, I, Bologna, 2004, 268.

¹⁶ BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1330.

¹⁷ Cfr. NOTARI, *art. 145*, cit., 1536; BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1332; SANTAGATA, *op. cit.*, 1172. Già nel vigore della precedente disciplina ci si era interrogati in merito alle ragioni sottese alla limitazione relativa al carattere "ordinario" delle azioni. Secondo alcuni, la ragione era da attribuire alla conclusione per cui il preciso riferimento alle sole azioni ordinarie dovesse rinvenirsi nella volontà del legislatore di facilitare all'azionista di risparmio la partecipazione, con l'acquisto di una o di poche azioni nel mercato regolamentato, alla assemblea dei soci ordinari (MINERVINI, *Sull'applicabilità alle società ammesse al mercato ristretto della disciplina relativa alle società con azioni quotate in borsa*, in *Banca borsa*, 1982, I, 887; FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., 94).

È stato però successivamente rilevato come, dopo il TUF, tale argomentazione non fosse più sostenibile, posto che il TUF non ha riprodotto il 5° comma dell'art. 14, l. n. 216/1974 («I possessori di azioni di risparmio non hanno il diritto di intervenire nelle assemblee della società né quello di richiederne la convocazione») riconoscendo direttamente agli azionisti di risparmio un diritto di intervento nelle assemblee sociali e rendendo conseguentemente superfluo il requisito del possesso di azioni di risparmio (BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1332). *Contra* però è stato sostenuto che tale motivazione darebbe strutturalmente luogo ad una contraddizione insita nel voler, da un lato, istituzionalizzare il disinteresse degli azionisti risparmiatori e, dall'altro, garantire comunque loro un modo di partecipare appieno ai lavori assembleari (FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., 94).

Dopo il TUF, con riferimento alla *ratio* sottesa alla limitazione delle azioni ordinarie: secondo alcuni, il suddetto limite nascerebbe «più da una riproduzione un po' tralattizia del vecchio dato normativo che da una precisa *ratio legis*» (NOTARI, *art. 145*, cit., 1538). *Contra* è stato ribattuto che il legislatore deve aver invece ben ponderato tale scelta, dal momento che ha voluto prevedere che lo statuto stabilisca i diritti spettanti agli azionisti di risparmio in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni ordinarie (BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1332). Secondo altra impostazione poi, il requisito delle azioni ordinarie sarebbe richiesto per consentire una migliore apprez-

45, 1° co., TUF, io è riservata alle lineari quotate in di altri paesi del-

naturali necessa- di azioni. L'emis- di società italia- ate in mercati re- lizzazione delineata rattere ordinario anzitutto rilevar- isito non sia altro one di cui alla di- 216/1974, per la armio doveva es- i azioni ordinarie o, estendersi ad orché ammesse

l'adozione di una investitore (Verso 1109; PISANI MAS- ; LAMANDINI, Auto- delle società per senso in ABRIANI, alenti, I, Bologna,

ATA, op. cit., 1172. lla limitazione re- nclusione per cui re di facilitare al- to regolamentato, to ristretto della RO-LUZZI, Le azio-

sostenibile, posto di risparmio non cazione») ricono- e rendendo con- nelle azioni di ri- nte luogo ad una parmiatori e, dal- LUZZI, Le azioni

uni, il suddetto li- recisa ratio legis» lerato tale scelta, parmio in caso di io, cit., 1332). Se- a migliore apprezz-

b) Ulteriore requisito richiesto dalla legge è quello della quotazione¹⁸ delle azioni in un «mercato regolamentato italiano od europeo». A tal riguardo può innanzitutto rilevarsi come la dizione «mercati regolamentati» utilizzata dal legislatore del TUF differisca da quella precedentemente utilizzata della l. n. 216/1974, la quale faceva riferimento alle società le cui azioni ordinarie dovessero essere quotate «in borsa». In base alla norma attuale, quindi, la quotazione può avvenire in qualunque mercato regolamentato italiano o europeo, purché iscritto nell'elenco previsto dagli artt. 63, 1° co. e 67,

1° co., TUF, consentendosi così l'emissione di azioni di risparmio anche per le società con titoli ordinari negoziati nel solo mercato ristretto¹⁹. Deve inoltre rilevarsi come il requisito della quotazione in mercati regolamentati non si limiti ai soli mercati nazionali ma anche a quelli di «altri paesi dell'Unione Europea», peraltro in linea con la generale funzione di cui all'art. 119 TUF di unificare, «salvo che sia diversamente specificato», l'ambito delle norme sulle società quotate²⁰.

c) Per quanto concerne la *tipologia* di società abilitate all'emissione di azioni di risparmio,

zamento del valore delle azioni di risparmio (SEPE, *Le azioni di risparmio. Emissione delle azioni*, in *Il Testo unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 765); ma anche qui è stato obiettato che il valore delle azioni si presta ad essere calcolato sottraendo dal valore delle azioni ordinarie il valore (economico) del voto e del controllo che il voto consente ed aggiungendo quello dei privilegi, e che la quotazione delle azioni di risparmio si presta ad essere giudicata in base a questo calcolo (in merito agli studi sul valore delle azioni di risparmio v. CESARINI, *Le azioni di risparmio: la prassi. La legge 216 dieci anni dopo. Aspetti societari*, cit.; ZINGALES, *Un'analisi economica delle azioni di risparmio*, in *Il rischio azionario e la borsa*, a cura di Penati, Milano, 1991, FERRETTI, MURGIA, SANDRI, *Il valore delle azioni di risparmio: nuove evidenze empiriche*, Milano, 1993). Secondo altri ancora, il legislatore avrebbe richiesto la previa quotazione delle azioni ordinarie per assicurare ai possessori di azioni di risparmio un sicuro parametro di valutazione per il relativo risarcimento ai sensi dell'art. 145, 2° co. (BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1332). Secondo un'ultima prospettiva, la spiegazione più persuasiva di questo presupposto dovrebbe rinvenirsi nella volontà legislativa di riservare l'emissione di azioni di risparmio a società con diffusione capillare dei titoli azionari fra il pubblico, che ricorrerebbe normalmente solo per le azioni ordinarie (BARTALENA, op. cit., 69).

¹⁸ Già nel vigore della precedente disciplina, vi era sostanziale unanimità di vedute nel considerare legittima la limitazione all'emissione di azioni di risparmio alle sole società quotate, che doveva rinvenire il suo fondamento nell'esigenza che le società con azioni di risparmio fossero soggette al regime di vigilanza dettato per le società quotate, in modo tale che la privazione di buona parte dei diritti amministrativi degli azionisti di risparmio fosse in un certo senso compensata da maggiori controlli di natura anche pubblicistica (BIONE, *Le azioni*, cit., 66), e nella necessità che gli azionisti di risparmio, privati del diritto di voto e di altri poteri di partecipazione alla vita della società, disponessero di un mercato borsistico nel quale liquidare agevolmente il proprio investimento (MINERVINI, *Sull'applicabilità alle società ammesse al mercato*, cit., 887; BALZARINI, op. cit., 12 ma contra GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, III, Padova, 1999, 435).

¹⁹ Nella vigenza della abrogata l. n. 216/1974, era opinione consolidata che il riferimento alle società «quotate in borsa» (art. 14, 1° co., l. n. 216/1974) escludesse dalla possibilità di emettere azioni di risparmio le società quotate nel mercato ristretto (BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1330; SANTAGATA, op. cit., 1175; NOTARI, art. 145, cit., 1536). La principale argomentazione in tal senso si ancorava al fatto che per queste società mancasse, nel sistema disegnato dal legislatore del 1974, l'obbligo di revisione contabile (MINERVINI, *Sull'applicabilità alle società ammesse al mercato*, cit., 888). Oggi la menzionata preclusione risulta essere destituita di fondamento in forza del combinato disposto degli artt. 119 e 155 TUF, in base ai quali il controllo contabile esterno è esteso a tutte le società con azioni negoziate in qualsiasi mercato regolamentato (BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1331).

Va peraltro rilevato come tale conclusione non possa essere messa in dubbio dalla circostanza per la quale la locuzione «quotazione» è stata, nel nostro ordinamento, sempre riservata alla sola quotazione nella borsa valori che distingue fra «ammissione alla quotazione ufficiale di borsa» e «ammissione alle negoziazioni nel mercato ristretto», posto che l'art. 145, 2° co., TUF della finanza specificamente parla di «esclusione delle negoziazioni» adottando una terminologia maggiormente adeguata al mercato ristretto che alla borsa (BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1331).

²⁰ Vi è peraltro chi sostiene che l'ambito di applicazione della norma debba essere esteso anche alle società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati extraeuropei ai sensi dell'art. 67 TUF della finanza perché, a ritenere diversamente, si arriverebbe ad «aporie concorrenziali tra mercati egualmente riconosciuti» (SEPE, *Le azioni di risparmio. Emissione delle azioni*, cit., 765 ss.). Tale rilievo tuttavia deve confrontarsi con la considerazione che

rientrano nell'ambito di applicazione della norma le società per azioni e ed in accomandita per azioni, restando escluse tutte le altre tipologie di società su base capitalistica o personalistica²¹. Dubbia rimane l'estensibilità della norma in commento anche alle società cooperative dotate di azioni ordinarie quotate in un mercato regolamentato²², ed in particolare alle cooperative bancarie.

4. L'emissione di azioni di risparmio. Modalità e procedimenti. - Le azioni di risparmio possono essere emesse sia in sede di aumento del capitale sociale, sia in sede di conversione di azioni già precedentemente emesse, ordinarie o di altra categoria (v. art. 145, 7° co., TUF).

La previsione dell'art. 145, 7° co., TUF riprende l'abrogato art. 14, 2° co., l. n. 216/1974, fatto salvo che per la elisione dell'inciso finale relativo ad alcune competenze dell'assemblea straordinaria nell'ipotesi di creazione di azioni di risparmio in sede di conversione di azioni già emesse (su cui *infra*)²³. La prevalente dottrina ha ritenuto che la norma in esame non abbia una valenza limitativa (volta cioè ad escludere che vi siano altre modalità di emissione delle azioni di risparmio) ma sia tesa a riconoscere e a confermare la legittimità delle due modalità ivi previste²⁴, ritenendo utilizzabili per la creazione di azioni di risparmio tutti gli strumenti consentiti dal diritto societario, negli stessi limiti da esso imposti per le altre categorie di azioni²⁵.

tutta la disciplina dedicata alle società quotate è stata legislativamente circoscritta alle società italiane con azioni negoziate in mercati regolamentati di «paesi dell'Unione Europea» (v. art. 119 TUF) ed una interpretazione diversa per la sola disposizione di cui all'art. 145 non sembra essere giustificabile (NOTARI, *art. 145*, cit., 1536; DE VITIS, *Le azioni di risparmio: sintesi storica*, in *Intermediari finanziari mercati e società quotate*, a cura di Patroni Griffi, Sandulli e Santoro, Torino, 1999, 993, 21).

²¹ NOTARI, *art. 145*, cit., 1539.

²² Da un punto di vista strettamente letterale, è innanzitutto possibile osservare come l'art. 119 TUF si rivolga indistintamente a tutte le tipologie societarie con azioni quotate (includendovi, quindi, anche quelle cooperative) con la sola riserva di quelle disposizioni ove «sia diversamente specificato»; e nell'art. 145 TUF non appare in proposito esservi una diversa specificazione, come invece avviene per altre disposizioni (v. artt. 126, 5° co. e 137, 4° co., TUF). Inoltre, l'art. 135 TUF della finanza si preoccupa di «adattare» proprio alle società cooperative i *quorum* previsti per le società di capitali (NOTARI, *art. 145*, cit., 1539.). Tuttavia, non può non rilevarsi come il legislatore, se avesse voluto includere nella relativa disciplina anche le società cooperative, avrebbe potuto farlo esplicitamente (BONFANTE, *Delle imprese cooperative*, in *Comm. Scialoja-Branca*, 1999, 414; D'AMARO, in *Società cooperative e mutue assicuratrici*, a cura di Bassi, Capo, D'Amato, Giorgi e Sarno, in *Giur. Bigiavi*, Torino, 1999, 586) posto che se si prescinde dal dato meramente letterale, sembrano esservi una serie di ostacoli posti dalla disciplina interna delle società cooperative (come, ad esempio, il limite quantitativo all'emissione di azioni di risparmio, ex art. 145, 4° co., a società con capitale variabile (BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1335) o il coordinamento fra la disciplina delle azioni di risparmio e la normativa relativa alle azioni di partecipazione corporativa, ex artt. 5 e 6, l. 31.1.1992, n. 59. Ai fini dell'applicabilità dell'art. 145 TUF, è stato proposto di distinguere fra società cooperative non bancarie e società cooperative bancarie (quest'ultime, quali banche popolari e banche di credito cooperativo), ritenendo applicabile la norma in esame solo alle seconde (NOTARI, *art. 145*, cit., 1541). *Contra* però v. SANTAGATA, *op. cit.*, 1176, per il quale le banche popolari dovrebbero ritenersi esonerate dalla disciplina delle categorie speciali di azioni in virtù del generale divieto di diversificazione dei titoli di partecipazione alle cooperative bancarie, che renderebbe «del tutto irrilevante la circostanza della possibile coesistenza in banche popolari, di azionisti ("non graditi") sforniti del diritto di voto ma legittimati all'esercizio dei diritti patrimoniali».

²³ L'art. 14, 2° co., l. n. 216/1974 stabiliva infatti che «il diritto alla conversione è attribuito ai soci con deliberazione dell'assemblea straordinaria, che ne determina le condizioni il periodo e le modalità di esercizio» lì ove il testo novellato non contiene alcun riferimento, diretto o indiretto alle condizioni, al periodo e alle modalità di esercizio.

²⁴ FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., 196 per il quale la norma avrebbe la funzione di eliminare il dubbio che "l'emissione di azioni di risparmio, che per le loro caratteristiche, soprattutto patrimoniali, è fatto che incide pesantemente e negativamente sugli azionisti preesistenti, toccasse diritti indisponibili di tali azionisti, e quindi, ove non astrattamente prevista *ab origine*, fosse impossibile senza il consenso di tali azionisti, di tutti tali azionisti". Per una disamina delle problematiche sollevate dalla precedente norma v. NOBILI, VITALE, *La riforma delle società*, Milano, 1975, 401 ss.; DE ACUTIS, *op. cit.*, 126 ss. e BALZARINI, *op. cit.*, 10 ss.

²⁵ Limiti identificabili, oltre che nella previa quotazione delle azioni, nel requisito del 50% del capitale rappresenta-

co., TUF riprende 216/1974, fatto salvo finale relativo ad assemblea straordinaria di risparmio in i già emesse (su cui na ha ritenuto che la ia valenza limitativa vi siano altre moda- di risparmio) ma sia rrmare la legittimità e²⁴, ritenendo utiliz- ni di risparmio tutti rritto societario, negli per le altre categorie

ietà italiane con azioni interpretazione diversa cit., 1536; DE VITIS, *Le*, a cura di Patroni Grif-

119 TUF si rivolga indi- elle cooperative) con la appare in proposito es- co. e 137, 4° co., TUF). e i *quorum* previsti per islatore, se avesse volu- amente (BONFANTE, *Delle e e mutue assicuratri-* che se si prescinde dal na delle società coope- 45, 4° co., a società con ito fra la disciplina delle 5 e 6, l. 31.1.1992, n. 59. ative non bancarie e so- ativo), ritenendo appli- AGATA, *op. cit.*, 1176, per peciali di azioni in virtù ie, che renderebbe «del non graditi») sforniti del

uito ai soci con delibe- odalità di esercizio» li i, al periodo e alle mo-

eliminare il dubbio che è fatto che incide pesan- onisti, e quindi, ove non ti tali azionisti". Per una ia delle società, Milano,

el capitale rappresenta-

a) La norma non dispone in merito all'ipotesi in cui l'emissione delle azioni avvenga *in sede di costituzione*. Se certamente possono esservi degli impedimenti nella realizzazione di tale circostanza²⁶, dovuti principalmente al fatto che la società emittente deve, al momento della emissione, essere quotata, tuttavia non può escludersi in principio né che l'emissione delle azioni venga disposta contestualmente al prodursi degli effetti della costituzione vera e propria²⁷, né che essa avvenga in sede di costituzione della società derivante da operazioni straordinarie, come nel caso di fusioni proprie o di scissioni in favore di una beneficiaria di nuova costituzione, ove l'ammissione alla quotazione può essere disposta dal gestore del mercato nel corso del procedimento di fusione o di scissione²⁸.

b) La prima delle due ipotesi legislativamente previste è invece quella dell'emissione di azioni di risparmio mediante aumento del capitale socia-

le. Per quanto riguarda l'aumento di capitale *a pagamento*, devono ritenersi applicabili tutte le limitazioni previste dal Codice civile²⁹, e deve ritenersi pacifico che l'emissione possa avvenire con o senza sovrapprezzo (a discrezione della società emittente), purché sia riconosciuto il diritto di opzione³⁰.

c) Nonostante la formulazione della norma³¹, che si riferisce all'art. 2441 c.c., deve ritenersi ammissibile anche l'emissione di azioni di risparmio in sede di aumento *gratuito* del capitale sociale³². E ciò pacificamente nel caso in cui la società abbia già emesso in precedenza delle azioni della stessa categoria, secondo quanto prevede l'art. 2442, 2° co., c.c.³³ e, secondo alcuni, anche nell'ipotesi in cui la società non abbia ancora emesso azioni di risparmio, o abbia emesso azioni speciali di altra categoria (come nel caso di assegnazione straordinaria di utili ai prestatori di lavoro dipendenti della società, *ex art.* 2349 c.c. ai sen-

to da azioni con privazione o parziale del diritto di voto, nel principio di parità di valore nominale di tutte le azioni, nonché delle altre eventuali limitazioni derivanti dalle specifiche modalità di creazione delle azioni di risparmio (NOTARI, *art. 145*, cit., 1554).

²⁶ Considera l'impedimento *di fatto* e non *di principio*, NOTARI, *art. 145*, cit., 1555.

²⁷ Parte della dottrina propone l'esempio di una *joint venture* realizzata da due società quotate mediante il conferimento di ramo d'azienda in una nuova società, le cui azioni vengano immediatamente collocate sul mercato con un'offerta pubblica di vendita. In tale fattispecie potrebbero configurarsi gli estremi per ottenere, già nella fase preparatoria, il provvedimento di ammissione alla quotazione, potendosi dare conseguentemente luogo all'emissione istantanea delle azioni di risparmio, sottoscritte dagli stessi soci fondatori e quindi offerte in vendita sul mercato (NOTARI, *art. 145*, cit., 1555).

²⁸ SANTAGATA, *op. cit.*, 1177; NOTARI, *art. 145*, cit., 1555.

²⁹ Risultando in tale ipotesi applicabili tutte le regole dettate dal Codice civile in relazione agli aumenti di capitale a pagamento: divieto di emettere nuove azioni prima dell'integrale liberazione di quelle già emesse (art. 2438 c.c.), versamento di almeno tre decimi dei conferimenti e, se previsto, l'intero sovrapprezzo (art. 2439 c.c.), integrale applicabilità, espressamente prevista, della disciplina in tema di opzione (art. 2441 c.c.) (BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1334; NOTARI, *art. 145*, cit., 1556).

³⁰ Nel vigore della previgente disciplina, ove era previsto un privilegio legale minimo legato al valore nominale delle azioni, si nutrivano dubbi in merito all'emissione di azioni di risparmio con sovrapprezzo (v. in giurisprudenza per l'affermativa GRANDE STEVENS, *Azioni di risparmio e sovrapprezzo*, in *Banca borsa*, 1983, I, 98 ss. e in giurisprudenza Trib. Milano, 6.12.1990, in *Giur. it.*, 1991, I, 2, 338; Trib. Milano, 15.7.1982, in *Foro it.*, 1983, I, 1106; Trib. Milano, 26.9.1991, in *Giur. comm.*, 1992, II, 492, con nota di DE ACUTIS; Trib. Milano, 6.1.21990, con nota di MARANO, *Legittimazione attiva del rappresentante comune degli azionisti di risparmio ed emissioni di risparmio con sovrapprezzo*, in *Giur. comm.*, 1991, II, 776 ss.; e in dottrina BIONE, *Le azioni*, cit., 71). Con l'introduzione del TUF, tuttavia, tali perplessità sono venute meno in relazione al fatto che la nuova disciplina legislativa non contempla più alcun privilegio legale minimo.

³¹ BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1334.

³² Sono di tale avviso, NOBILI, VITALE, *op. cit.*, 406; SANTAGATA, *op. cit.*, 1177; NOTARI, *art. 145*, cit., 1557.

³³ Secondo parte della dottrina però in questa ipotesi non si sarebbe in presenza di una vera e propria creazione, *ex novo*, di azioni di risparmio, bensì in presenza di un mero aumento delle azioni di risparmio già in circolazione (NOTARI, *art. 145*, cit., 1557).

È stato peraltro ipotizzato che in tale fattispecie, le azioni di risparmio emesse con l'aumento gratuito di capitale dovrebbero, secondo una rigida interpretazione dell'art. 2442 c.c., vincolare l'emittente a configurare il privilegio attribuito ai nuovi titoli di risparmio in modo identico a quelli preesistenti (SANTAGATA, *op. cit.*, 1177).

si del quale è prevista l'emissione di «speciali categorie di azioni da assegnare ai prestatori di lavoro»³⁴).

d) La seconda modalità di creazione delle azioni di risparmio prevista dall'art. 145, 7° co., TUF, prevede che tali azioni possano essere create «in sede di conversione di azioni già emesse, ordinarie o di altra categoria», ove il diritto di conversione «è attribuito ai soci con deliberazione dell'assemblea straordinaria». La norma non menziona il fatto che l'assemblea straordinaria debba altresì determinare «le condizioni e il periodo e le modalità di esercizio» del diritto di conversione, come invece disponeva l'inciso finale dell'abrogato art. 14, l. n. 216/1974. E si ritiene che, con tale elisione, l'assemblea straordinaria possa, contrariamente al passato, delegare anche all'organo amministrativo il potere di stabilire i menzionati elementi accessori relativi alla conversione delle azioni³⁵. La norma inoltre letteralmente menziona il *diritto* di conversione e prevede quindi esplicitamente solo l'ipotesi di una conversione *facoltativa*³⁶.

Tuttavia, si ritiene, anche sotto il vigore della precedente legge³⁷, che siano configurabili anche altre forme di conversione, come la conversione *automatica* (prevista cioè dall'inizio, subordinatamente al verificarsi di un determinato evento o all'esaurirsi di un termine) o *forzata* (imposta cioè dalla maggioranza)³⁸. A seguito della riforma dell'art. 2437, c.c., si ritiene che si verifichi in questo caso una modificazione dello statuto concernente i diritti di voto e di partecipazione, di cui alla lett. g), 1° co. È inoltre possibile l'emissione a seguito di conversione di obbligazioni convertibili o esercizio di *warrant*.

L'art. 145, 4° co., TUF, fissava un «limite all'emissione delle azioni», prevedendo che «il valore nominale complessivo delle azioni di risparmio, in concorso con quello delle azioni con voto limitato emesse ai sensi dell'art. 2351 c.c. non può superare la metà del capitale sociale». La norma è stata abrogata in quanto l'art. 2351, 2° co., c.c. vigente contiene lo stesso principio.

La limitazione in esame, prevista sotto il vigore

³⁴ NOTARI, *art. 145*, cit., 1557, ma *contra*, SANTAGATA, *op. cit.*, 1177.

³⁵ Nella vigenza dell'abrogato art. 14, l. n. 216/1974, il dato testuale dell'attribuzione degli elementi accessori (condizioni, termini e modalità) della conversione delle azioni alla competenza esclusiva dell'assemblea straordinaria ostava alla possibilità di delegare tale attribuzione anche all'organo amministrativo, al quale poteva essere attribuita soltanto l'esecuzione della delibera (NOBILI, VITALE, *op. cit.*, 407). Con la novella introdotta dal TUF, si ritiene oggi che il legislatore abbia voluto invece superare tale preclusione (BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1335; NOTARI, *art. 145*, cit., 1559), consentendo pienamente ad una delega dell'organo assembleare agli amministratori, ferma restando la possibilità per l'assemblea di determinare essa stessa tali elementi accessori.

³⁶ In merito alla conversione c.d. facoltativa si era posta, nel vigore della disciplina previgente, la questione relativa alla necessità di deliberare la conversione di *tutte le azioni* già in circolazione (ovviamente nel rispetto del limite della metà del capitale sociale *ex art. 2351 c.c.*) oppure se fosse contemplabile l'ipotesi di deliberare la conversione soltanto di una o più categorie di azioni. Fatte salve alcune opinioni contrarie (tra cui NOBILI, VITALE, *op. cit.*, 409 ss.) la posizione dominante sembra essere nel senso che possano essere convertite anche solo *alcune* categorie di azioni, a condizione che si proceda all'approvazione della conversione anche da parte delle assemblee di tutte le categorie *escluse* dalla conversione (BALZARINI, *op. cit.*, 29; DE ACUTIS, *op. cit.*, 133; BIONE, *Le azioni*, cit., 73).

Da un punto di vista pratico, il contenuto della delibera assembleare deve avere ad oggetto la determinazione del numero massimo delle azioni da convertire (ma si vedano, a tal proposito, le riflessioni di NOTARI, *art. 145*, cit., 1560 ss.), la (eventuale) identificazione delle categorie di azioni con diritto di conversione, la completa regolamentazione dei diritti spettanti alle azioni di risparmio di nuova emissione in base a quanto previsto dagli artt. 145 e 147 TUF. Nel caso in cui siano state in precedenza emesse delle obbligazioni convertibili in azioni, sarà inoltre necessario che, ai sensi dell'art. 2420-bis, 5° co., c.c. sia offerta agli obbligazionisti la facoltà di conversione anticipata. Nel caso in cui la deliberazione dell'assemblea straordinaria preceda il momento in cui le azioni ordinarie sono state ammesse alla quotazione di borsa (e pertanto la conversione sia subordinata all'effettiva quotazione delle azioni ordinarie medesime), la deliberazione assembleare deve svolgersi con le maggioranze rafforzate di cui all'art. 2369, 4° co., c.c., previste per le società non quotate (ora 2369, 5° co., c.c.) (v. NOTARI, *art. 145*, cit., 1561).

³⁷ BALZARINI, *op. cit.*, 27 ss.; NOTARI, *art. 145*, cit., 1559; SANTAGATA, *op. cit.*, 1177.

³⁸ Se forti perplessità sono state espresse in merito alla c.d. conversione forzata, in quanto idonea a comprimere in maniera rilevante gli interessi delle minoranze, che risulterebbero succubi del potere della maggioranza in relazione, ipoteticamente, ad incisive modifiche delle condizioni dei loro investimenti (FERRARA, CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2006, 648), non sono mancati casi nella pratica in cui tale situazione si è concretamente verificata (esaminati da BALZARINI, *op. cit.*, 303).

Il vigore della prefigurabili anche la conversione inizio, subordinato evento o forzata (imposta seguito dalla riforma si verifichi in questo statuto concernente partecipazione, di cui è possibile l'emissione di azioni convertibili

«il limite all'emissione che il valore nominale di risparmio, in cui con voto limitato, c.c. non può superare». La norma è 351, 2° co., c.c. vigente.

sta sotto il vigore

enti accessori (assemblea straordinaria poteva essere attribuita dal TUF, si ritiene oggi di risparmio, cit., dare agli amministratori.

la questione relativa al rispetto del limite liberare la conversione, VITALE, *op. cit.*, 409 o alcune categorie di assemblee di tutte le camere, cit., 73).

terminazione del diritto, art. 145, cit., 1560 della regolamentazione artt. 145 e 147 TUF. Inoltre necessario che, anticipata. Nel caso in cui sono state ammesse le azioni ordinarie mediante art. 2369, 4° co., c.c.,

mea a comprimere in aggiornamento in relazione, *Gli imprenditori* concretamente verifi-

dell'abrogata disciplina, è volta a mantenere un'equilibrata articolazione delle varie forme di apporto imputabile a capitale³⁹ ed in particolare a mantenere una correlazione tra poteri del socio e rischio dell'iniziativa.

È peraltro riconfermata anche la previsione relativa alle conseguenze di una eventuale riduzione del capitale per perdite a causa della quale l'ammontare complessivo delle azioni di risparmio arri-va a superare la metà del capitale sociale, prevedendosi in tale ipotesi che il corretto rapporto debba essere ristabilito entro due anni mediante emissione di azioni ordinarie da attribuire in opzione ai soci ordinari ed entro sei mesi (e non più tre), nell'ipotesi più grave in cui la parte rappresentata da titoli ordinari si sia ridotta al di sotto del quarto del capitale sociale⁴⁰.

Ancora, in sede di emissione, il legislatore del TUF ha omesso di riprodurre nell'art. 145, la previsione di cui all'art. 15, 10° co., l. n. 216/1974, in tema di obbligo di ripristino della parità di del valore nominale di tutte le azioni da operarsi contestualmente alle delibere di riduzione e reintegrazione del capitale sociale, mediante «i necessari raggruppamenti o frazionamenti» di azioni, ma la

mancata riproduzione non sembra degna di particolare rilievo. La parità del valore nominale è principio inderogabile della società per azioni e la statuizione dell'abrogata previsione deve considerarsi vigente⁴¹.

5. I privilegi di natura patrimoniale. Il divieto del patto leonino. - Caratteri distintivi delle azioni di risparmio sono, ai sensi del dell'art. 145, 1° co., TUF, la dotazione di particolari privilegi di natura patrimoniale e l'assenza di diritti di voto.

È pacifico che il legislatore del TUF abbia voluto, quale criterio ispiratore della novella della disciplina dei diritti patrimoniali, conferire un maggiore spazio alla autonomia negoziale della società emittente⁴², da un lato affidando all'atto costitutivo della società la funzione di determinare «il contenuto del privilegio, le condizioni, i limiti, le modalità e i termini per il suo esercizio» (v. art. 145, 2° co., TUF) e dall'altro sopprimendo, quasi per intero l'analitica disciplina relativa all'attribuzione dei privilegi sulla ripartizione degli utili, sul rimborso del capitale in sede di liquidazione e sulla partecipazione delle perdite di cui all'abrogato art. 15, l. n. 216/1974⁴³.

³⁹ SANTAGATA, *op. cit.*, 1178. Per una critica di tale impostazione normativa si veda FERRO-LUZZI, *La riforma delle società quotate*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, I, 237. V. anche GIAMPAOLINO, *op. cit.*, 150 ss.; 200 ss.

⁴⁰ Secondo parte della dottrina, l'estensione temporale dai tre ai sei mesi deve rinvenire la propria ragion d'essere nell'esigenza di disporre di tempi tecnici sufficienti per compiere l'operazione di reintegrazione del capitale sociale (NOBILI, VITALE, *op. cit.*, 452 e NOTARI, *art. 145*, cit., 1584). Peraltro è dato segnalare che dubbi sono stati manifestati circa la necessità che entro il termine predetto non vi sia stata solo l'assunzione della delibera assembleare ma sia avvenuta anche la sottoscrizione dell'aumento di capitale (SEPE, *Le azioni di risparmio. Emissione delle azioni*, cit., 767). Oggi tuttavia si concorda con l'orientamento più rigoroso che richiede anche la sottoscrizione (NOBILI, VITALE, *op. cit.*, 452 nonché SANTAGATA, *op. cit.*, 1178). Peraltro, in un'ottica di ulteriore precisazione degli elementi necessari per considerare perfezionata la condizione legislativa, è stato affermato da alcuni che entro i sei mesi debba essersi verificata la definitività dell'aumento, che deve essere scindibile, *ex art. 2439, 2° co., c.c.*, e sottoscritto in misura sufficiente entro tale termine o altrimenti, nel caso in cui non sia scindibile, deve avere il termine finale di sottoscrizione anteriore allo scadere dei sei mesi (NOTARI, *art. 145*, cit., 1585).

⁴¹ SANTAGATA, *op. cit.*, 1178. Ritiene però che l'abrogazione abbia determinato delle perplessità NOTARI, *art. 145*, cit., 1585. Rileva cioè l'A. che innanzitutto in relazione al momento in cui deve ritenersi obbligatorio ripristinare l'egualianza del valore nominale delle azioni, esso debba identificarsi con quello della deliberazione della riduzione del capitale per perdite e cioè quando modificato il valore nominale delle azioni non postergate nelle perdite. Non potrebbe al contrario ritenersi che tale momento coincida con l'assunzione della delibera di reintegrazione del capitale sociale, che potrebbe essere assunta anche successivamente nei termini rispettivamente di due anni o sei mesi. Per una attenta riflessione anche in merito alle modalità con cui addivenire al ripristino del valore nominale, v. per tutti ancora NOTARI, *art. 145*, cit., 1586 ss.

⁴² NOTARI, *art. 145*, cit., 1563; GIAMPAOLINO, *op. cit.*, 141.

⁴³ Prima della riforma delle società di capitali, si era posto in maniera piuttosto intensa un problema di coordinamento tra l'art. 145 TUF ed il vecchio art. 2351, 2° co., c.c. in tema di individuazione delle tipologie di privilegio patrimoniale suscettibili di essere attribuite alle azioni di risparmio. In tal senso, ci si era chiesti se la società emittente, in assenza di alcuna previsione normativa in tema, potesse liberamente scegliere il tipo di privilegio da attribuire all'azione o, al contrario, dovessero esservi delle tipologie di privilegio che, a fronte del contrappeso determinato

In presenza di tale autonomia statutaria, gli unici limiti nella conformazione dei privilegi sono riferiti alla fonte (gli utili o le riserve da utile) ed al rispetto del divieto del patto leonino.

a) Anche se l'art. 145 non menziona il "privilegio" come privilegio "nella ripartizione degli utili" e "nel rimborso del capitale" costituisce un dato interpretativo acquisito che il "privilegio" sia un termine utilizzato in continuità con l'art. 2351, 2° co., c.c. nel testo ante-novella. Si deve quindi trattare di un diritto speciale migliorativo rispetto alla situazione standard imputata all'azionista, che riceve quanto decide l'assemblea ordinaria (e se). Nel caso delle azioni di risparmio, tali diritti spe-

ciali se hanno un valore obiettivo di vantaggiosità astratta⁴⁴ e non sono previste anche per le azioni dotate di diritto di voto, possono costituire il privilegio.

b) In secondo luogo, il dato del vincolo a capitale delle risorse corrispondenti alle azioni di risparmio determina – anche in altre esperienze – la sussistenza di vincoli per il diritto speciale dati dal fatto che l'attribuzione agli azionisti deve riguardare attività sociali che superano i valori vincolati alla società a tutela di terzi⁴⁵ in quanto, diversamente, si avrebbe il rimborso fittizio del capitale⁴⁶. Non è quindi praticabile la soluzione di attribuire una remunerazione dell'investimento,

dalla privazione dei diritti amministrativi di voto, dovessero necessariamente sussistere, seppur nel contenuto e nella misura deliberata dalla società.

La risposta che era emersa in prevalenza si ancorava al dato testuale del vecchio art. 2351, 2° co., c.c. che, in tema di azioni con voto limitato, subordinava tale limitazione alla concessione di privilegi *nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale* allo scioglimento della società, in ragione del fatto che si consideravano le azioni di risparmio quali sub-categorie delle azioni con voto limitato e quindi necessariamente incorporanti le due forme di privilegio previste per quest'ultime (per tutti, BIONE, *Le azioni*, cit., 55, riportato anche da NOTARI, *art. 145*, cit., 1566). Va peraltro ricordato come, accanto alla posizione dottrinale prevalente, vi fosse anche chi ritenesse che le azioni di risparmio potessero vedersi attribuite *qualsiasi tipo di privilegio* di natura patrimoniale; e ciò sull'assunto che il legislatore, in sede di redazione dell'art. 145 non poteva non aver perfettamente presente la norma codicistica di cui all'art. 2351 c.c. e, nonostante ciò, non aveva però ritenuto di operare alcuna precisazione in relazione al tipo. Successivamente alla riforma, il testo dell'art. 2351 c.c., è stato profondamente mutato, riconoscendo alle società per azioni (anche non quotate) l'emissione di azioni del tutto prive del diritto di voto, senza prevedere, al contempo, alcuna maggiorazione dei diritti patrimoniali (Giampaolino, Sfameni); CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 504; PRESTI, *La riforma e le società quotate*, Relazione al Convegno dell'Università Cattolica del S. Cuore, Piacenza 14-15.3.2003; CORSI, *Le nuove società di capitali*, Milano, 2003, 136; GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in *Tratt. Galgano*, XXIX, Padova, 2003, 127 ss.).

In relazione al nuovo assetto normativo post-riforma, sembra allora necessario chiedersi se i privilegi di cui all'art. 145 TUF possano finalmente godere di una completa autonomia dispositiva. Per dirimere la questione sembra assumere portata decisiva l'inciso finale "fatto salvo quanto previsto dalle leggi speciali" di cui all'art. 2351 c.c.

Se tale inciso viene inteso nel senso che l'art. 2351 c.c. quando vi sia una legge speciale che delinea una diversa disciplina per le azioni senza diritto di voto, faccia salvi i relativi assetti normativi, deve ritenersi che la dizione di cui all'art. 145 TUF possa essere intesa senza alcun vincolo relazionale con la norma codicistica e quindi essere intesa nel senso di attribuire alla società emittente una completa autonomia nella configurazione del privilegio patrimoniale.

⁴⁴ Si tratta cioè di un vantaggio nelle regole di distribuzione che prescinde dal fatto che le azioni poi ricevano una parte dell'utile maggiore (cfr. MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, 90, 64, per il caso in cui l'alta redditività conduca le azioni ordinarie a percepire somme più alte di quelle cui hanno diritto le azioni privilegiate).

⁴⁵ Sull'origine della disciplina della distribuzione del diritto statunitense, che riguarda le azioni privilegiate, anche in continuità con l'esperienza inglese, sia consentito il rinvio a GIAMPAOLINO, *op. cit.*, 146 ss. Cfr. la risalente decisione *Burk v. Ottawa*, 123, 857, (1912), 861, espressamente afferma che è contro la *public policy* costruire una previsione secondo la quale le azioni sono emesse in modo tale da far sì che i dividendi vengano pagati sul capitale. 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. COX J.D., HAZEN T.L., HODGE O'NEAL F., *Corporations*, Boston, 1995, Suppl. 2 1998, N.Y., II, par. 18.7, testo e nt. 5; Note, *Protective Devices Available to the Preferred Stockholder*, 27 *Colum. Law Rev.* 587 (1927).

⁴⁶ In Germania, la disciplina delle azioni privilegiate senza diritto di voto è chiaramente una disciplina di tutela della partecipazione, indifesa perché non votante, ma predisposta nel presupposto che l'azione privilegiata sia comunque un titolo di partecipazione all'attività comune. Sia il dividendo prioritario sia il diritto all'arretrato si configurano come diritti del socio, ma non al pagamento, in quanto essi vengono ad esistenza solo dopo la decisione di distri-

tivo di vantaggi, viste anche per le, possono costituirsi.

Il vincolo a capitale delle azioni di risparmio - la parte speciale del diritto speciale dei soci - deve riguardare i valori vincolati in quanto, diversamente, la soluzione del problema dell'investimento,

oppur nel contenuto e

co., c.c. che, in tema di distribuzione degli utili, riguardano le azioni di risparmio delle due forme di privilegio, art. 145, cit., 1566). L'ipotesi che le azioni di risparmio siano assoggettate a ciò sull'assunto che la norma codicistica di cui si parla è in relazione al tipo di distribuzione delle società di cui si parla, art. 145, cit., 1566).

privilegi di cui all'art. 145, cit., 1566). La questione sembra assai problematica.

e delinea una diversa ipotesi di distribuzione delle società di cui si parla, art. 145, cit., 1566).

ioni poi ricevano una distribuzione di cui si parla, art. 145, cit., 1566).

ni privilegiate, anche se la risalente decisione di cui si parla, art. 145, cit., 1566).

disciplina di tutela della distribuzione delle società di cui si parla, art. 145, cit., 1566).

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 passivo⁴⁷ ovvero di obbligo di corrispondere somme a titolo di interessi sul capitale investito⁴⁸. Discende dal vincolo a capitale dei valori conferiti che alle obbligazioni la clausola non può prevedere che le azioni speciali siano *senior securities* rispetto ai *bonds*, anche se subordinati⁴⁹.

c) In assenza di limiti quantitativi, il divieto del patto leonino continua ad operare. Il divieto si applica a tutte le categorie⁵⁰ ma la mancanza del voto nelle azioni di risparmio e l'esistenza di una regola legale di postergazione nelle perdite ha spostato il limite della leoninità in quanto, nel contemperare diritto amministrativo e diritto patrimoniale, la totale elisione del voto rende la pretesa privilegiata sull'utile delle azioni di risparmio illegittima solo nel caso di un privilegio talmente alto da rendere praticamente impossibile alle

azioni ordinarie la percezione di un utile⁵¹. Occorre allora considerare il divieto del patto leonino nel tipo caratterizzato dalle emissioni di categoria⁵². Nella s.p.a., sono possibili azioni con diritti di partecipazione diverse e assegnazione delle azioni non proporzionale ai conferimenti. Occorre quindi orientare l'applicazione del divieto del patto leonino all'azione, e non al socio come prevede l'art. 2265 c.c.⁵³.

6. I privilegi nella partecipazione agli utili: a) diritto fisso (credito di dividendo); b) diritto di priorità. La delibera di distribuzione. - La prassi, anche degli altri ordinamenti, si è peraltro orientata verso alterazioni piuttosto costanti del procedimento di distribuzione. Esse consistono essenzialmente nelle seguenti: non necessità di delibera di distribuzione; acconti dividendo; minimo garantito sugli utili; priorità nell'attribuzione; cumulatività; utilizzo non del valore nominale ma di altro valore⁵⁴; misura va-

buzione dell'utile. BGHZ 8.10.1952, in *NJW*, 1952, 1370; BGHZ, 22.4.1953, in *NJW*, 1953, 1021; BGH, 22.12.1955, in *WM*, 1956, 87; OLG Stuttgart, 23.1.1983, in *AG*, 1995, 283; BEZZENBERGER T., *op. cit.*, 52. Anche nel Regno Unito - dove la libertà nell'attribuzione alle azioni privilegiate dei diritti è molto ampia (*Windermere Gas and Water Co. v. Whitehead* (1931) 1 Ch. 558. Nella decisione *Re William Bedford Ltd.* (1967) V. R. 490, il prospetto dell'azionista è stato utilizzato per individuare la posizione degli azionisti privilegiati ed i loro conseguenti diritti) - il vincolo all'autonomia statutaria è dato dal fatto che si deve comunque trattare di attribuzioni di attività patrimoniali risultanti dal bilancio.

⁴⁷ Cfr. NOTARI, *art. 145*, cit., 1579, che mi pare ipotizzi un privilegio nell'attribuzione di una somma a titolo di debito nei confronti della società, secondo l'a. inammissibile solo nel caso in cui all'azione non spettasse più il diritto agli utili in quanto sarebbe in contrasto con la tipicità dell'azione societaria; ABRILANI, *Azioni di risparmio*, cit., 57.

⁴⁸ Così parrebbe invece da ultimo NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa*, 2003, I, 542.

⁴⁹ Nel senso che non è possibile un'emissione che concede agli azionisti privilegiati una pretesa ai dividendi superiore ai diritti dei creditori. Cfr. *Warren v. King*, 108 U. S. 389 (1883); *In re Phoenix Hotel Co.*, 83 F. 2d 724 (6th Cir. 1936); *Hamlin v. Toledo, St. L. & K. C. R. R.*, 78 F. 664 (6th Cir. 1897); *Federal United Corp. v. Havender*, 11 A. 2d 331 (Del Ch. 1940). Cfr. COX J.D., HAZEN T.L., HODGE O'NEAL F., *op. cit.*, par. 18.8; CARY L., EISENBERG M., *Cases and Materials on Corporations*, Westbury (N.Y.), 1995, cit. 879 ss.; per la discussione delle istanze poste alla base dell'esigenza di tutela dell'effettività del capitale e del divieto di distribuzione, HENN H.G., ALEXANDER J.R., *Law of Corporations and Other Business Enterprises*³, St. Paul, 1985, 889 ss.

⁵⁰ V. GIAMPAOLINO, *op. cit.*, 170; SFAMENI, *op. cit.*, 76.

⁵¹ Cfr. NOTARI, *art. 145*, cit., 1571.

⁵² Uno spunto in tale senso in ABRILANI, *sub art. 2348*, cit., 277.

⁵³ Se si trattasse di applicazione diretta si dovrebbe considerare la posizione del "socio" e quindi non con riguardo al trattamento giuridico dell'azione ma a quello complessivo dei titoli dei quali è titolare il singolo associato. Se infatti ci si riferisce al socio, e questi è titolare di azioni ordinarie e di azioni speciali con clausola leonina, anche in ipotesi questo, come associato, non è esentato da ogni partecipazione alle perdite fino a che non aliena le azioni speciali. Ne deriverebbe che la leoninità del patto andrebbe valutata sulla base del numero di titoli detenuti dal singolo associato. Tuttavia, posto che l'estensione alla società per azioni dei principi della partecipazione societaria, da cui discende anche l'applicazione dell'art. 2265 c.c., è consentita dal fatto che la partecipazione è obiettivamente nell'azione, l'applicazione dell'art. 2265 c.c. alla società per azioni deve essere indirizzata alle singole categorie, nelle quali si manifesta il riferimento della disposizione alla partecipazione.

⁵⁴ V. SFAMENI, *op. cit.*, 113; per i necessari adattamenti in assenza di valore nominale, FIGA TALAMANCA, *Il valore nominale delle azioni*, Milano, 2001, 71 ss.

riabile o indicizzata del dividendo minimo garantito.

Tali clausole, alle quali hanno fatto seguito ipotesi più sofisticate, destinate ad operatori professionali, una volta che traggono dalle risorse distribuibili i mezzi per la remunerazione delle azioni, non pongono un problema di legittimità della sottrazione della relativa competenza all'assemblea⁵⁵. Pertanto, con riferimento ai privilegi sugli utili, si è in dottrina unanimemente concordato che essi potrebbero distintamente atteggiarsi a privilegi attributivi di una percentuale maggiorata di dividendo (privilegi c.d. di preferenza) e privilegi attributivi del diritto di soddisfazione (nei limiti di una percentuale limitata) prima delle altre categorie di azioni (privilegi c.d. di priorità)⁵⁶. È inoltre ammesso che il privilegio possa configurarsi come ancorato al prezzo di emissione delle azioni (anche comprensivo di sovrapprezzo)⁵⁷, alla quotazione media di borsa delle azioni di risparmio⁵⁸, o ancora sulla base di una percentuale della somma di capitale so-

ciali e riserve iscritte nel bilancio di esercizi⁵⁹. Qualche incertezza sembra invece porsi con riferimento alla configurazione di privilegi patrimoniali ancorati all'effettivo prezzo di acquisto (e non di sottoscrizione) delle azioni, posto che in tal caso il privilegio apparirebbe rimesso alla volontà del singolo azionista di risparmio⁶⁰.

Sul piano concreto, le seguenti sono le tipologie di privilegi più diffuse, variamente combinate:

(i) vi è una tipologia che riproduce testualmente la previgente disposizione (Gemina; Indesit; Intesa), ovvero ripete la precedente disposizione del dividendo minimo garantito, sottratto alla discrezionalità assembleare (v. ad es. lo statuto Edison), ancorato ad una percentuale del valore nominale dell'azione (6,5% del valore nominale in quello statuto, v. anche Italcementi, Italmobiliare), ovvero indicato in misura fissa (art. 20, Fiat Industrial, fino a 0,093 per azione; 0,31 per azione, Fiat), ovvero calcolato in percentuale su un ammontare fisso, risultando fisso (27,85% di euro 0,26 pari a

⁵⁵ Sulla clausola che impone l'integrale ripartizione dell'utile nutre perplessità ABRIANI, *Problemi in tema di clausole sulla distribuzione degli utili e sul pegno di azioni*, in *Il diritto delle società tra controllo giurisdizionale e autonomia privata*, Atti del Convegno, Como 25.1.1997, Milano, 1997, 123 ss., 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 alto da assorbire costantemente l'utile (ciò che non sembra dubitato nemmeno dall'a.). Pertanto, se è l'effetto di sottrazione alla possibilità di accumulare utile ad essere discusso questo può essere perseguito in altri modi che producono lo stesso risultato. In realtà, la rimessione alla competenza assembleare si spiega con la opportunità di lasciare ai soci il potere di completare il contratto riguardo al finanziamento e di fornire una regola base che eviti il costo del finanziamento ma non vi è un principio sovraordinato di efficienza nel finanziamento che conduca alla elezione di una regola di distribuzione. Non si spiegherebbe altrimenti perché quella regola non sia stata imposta a tutte le società.

⁵⁶ Cfr. GIAMPAOLINO, *op. cit.*, 150 ss.; 200 ss.; NOTARI, *art. 145*, cit., 1570. Varie sono state peraltro le problematiche di carattere interpretativo sorte in relazione ai privilegi sugli utili delle azioni di risparmio; sia in relazione al rapporto fra distribuzione degli utili e delibera assembleare, sia con riferimento all'ordine di priorità dei privilegi, sui quali si rimanda a BIONE, *Le azioni*, cit., 56 ss.; COSTA, *op. cit.*, 51 ss.; DE ACUTIS, *op. cit.*, 146; NOBILI, VITALE, *op. cit.*, 432 ss.; FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, cit., 202.

⁵⁷ In tal modo, potrebbe effettivamente tenersi conto dell'intero investimento effettuato dall'azionista sottoscrittore (NOTARI, *art. 145*, cit., 1570.). Propendevano per questa soluzione, in sede di lavori preparatori, VISCO, MINERVINI, *Disegno di legge n. 4216 del 1986*, in *Giur. comm.*, 1987, I, 176, i quali avevano proposto di introdurre una norma ai sensi della quale l'espressione «valore nominale di cui ai commi 1, 2, e 6 dell'art. 15 del decreto - legge 8.4.1974, convertito con modificazioni dalla legge 7.6.1974, n. 216, deve intendersi come prezzo di emissione comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo».

⁵⁸ Dubitativi, SFAMENI, *op. cit.*, 113; NOTARI, *art. 145*, cit., 1579; SANTAGATA, *op. cit.*, 1184, ABRIANI, *art. 2348*, cit., 267, relativamente ad un determinato periodo antecedente la delibera di approvazione del bilancio o la chiusura dell'esercizio.

⁵⁹ Tale soluzione era stata ipotizzata da ASSOGESTIONI e ASSOCIAZIONE ITALIANA DEGLI ANALISTI FINANZIARI, *Le azioni di risparmio. Analisi economica e prospettive di riforma*, cit., 81 ss.

⁶⁰ Oltre a porre difficoltà in relazione alla esatta ricostruzione del prezzo di acquisto (NOTARI, *art. 145*, cit., 1571).

lancio di esercizi⁵⁹.
 rvece porsi con rife-
 li privilegi patrimo-
 zo di acquisto (e non
 posto che in tal caso
 sso alla volontà del
⁶⁰.

nti sono le tipologie
 nente combinate:
 oduce testualmente
 emina; Indesit; Inte-
 nte disposizione del
 sottratto alla discre-
 s. lo statuto Edison),
 del valore nominale
 minale in quello stam-
 mobiliare), ovvero
 20, Fiat Industrial,
 er azione, Fiat), ov-
 e su un ammontare
 % di euro 0,26 pari a

temi in tema di clau-
 rollo giurisdizionale e
 onto ne risulterebbe al-
 nelle quali sia obbliga-
 tà per azioni coinvolge
 zzazione. La questione
 a società. In tal modo,
 sione di un diritto alle
 no dall'a.). Pertanto, se
 sere perseguito in altri
 re si spiega con la op-
 e di fornire una regola
 nel finanziamento che
 è quella regola non sia

altro le problematiche
 in relazione al rappor-
 à dei privilegi, sui quali
 VITALE, *op. cit.*, 432 ss.;

l'azionista sottoscritto-
 ratori, VISCO, MINERVINI,
 introdurre una norma
 creto - legge 8.4.1974,
 missione comprensivo

ANI, *art. 2348*, cit., 267,
 nicio o la chiusura del-

FINANZIARI, *Le azioni di*

RI, *art. 145*, cit., 1571).

Euro 0,07241, in società con azioni senza valore
 nominale Intek; misura fissa in euro per Montefi-
 bre; 7% di euro 3,19 per Pirelli);

(ii) o un privilegio consistente in un doppio dirit-
 to: una prima preferenza a prendere in misura
 fissa, l'assegnazione obbligata ad altre azioni in
 misura fissa, il concorso con alcune delle altre
 azioni in misura fissa (art. 20 statuto Fiat Indu-
 strial), ovvero una maggiorazione rispetto al divi-
 dendo fisso spettante alle ordinarie (5% della pa-
 rità contabile Pirelli);

(iii) o un privilegio, soggetto alla discrezionalità
 assembleare, qualificato come "preferenziale" e
 ancorato ad una percentuale del valore nominale
 (art. 27, statuto Exor); o chiamato "maggiorazio-
 ne" per (art. 27, SAI - Fondiaria; o in misura pari al
 3% p. es. v. statuto Edison art. 25);

(iv) un privilegio con diritto di cumulo per un
 certo numero di esercizi (anche quattro, v. statu-
 to Edison, art. 25), e diritto di conversione in caso
 di mancata assegnazione per 5 esercizi successivi;
 (v) consistente in un obbligo di distribuire le riser-
 ve per rispettare il dividendo minimo garantito ov-
 vero il dividendo maggiorato (statuto Edison art.
 25) ovvero facoltà (art. 6, statuto Fondiaria).

**7. (Segue): a) la differenza in aumento; b) i crite-
 ri interpretativi in relazione ai dividendi espressi
 in misura fissa; c) ammissibilità dell'eliminazio-
 ne del diritto in sede di liquidazione per le azio-
 ni speciali in presenza di clausola di credito di
 dividendo sull'utile.** - a) Riguardo alla fissazione
 di una differenza in aumento tra il dividendo com-
 plessivo spettante alle azioni speciali e quello
 spettante ad altre azioni, l'arretrato deve essere
 aggiunto dopo aver formato il dividendo privile-
 giato per l'esercizio. Il diverso indirizzo di consi-
 derare sufficiente la sola differenza tra il dividen-
 do complessivo - nel senso di dividendo in parte
 di competenza dell'esercizio e in parte cumulativo
 - e quello attribuito alla classe di riferimento è da
 ritenersi illegittimo. In un caso riguardante socie-
 tà quotata, Fin. Part., lo statuto prevedeva che tra
 le azioni di risparmio e le azioni privilegiate vi
 fosse la differenza del 2% del valore nominale, lire
 1000, oltre al diritto legale all'arretrato per i due
 esercizi precedenti. Distribuite lire 50 alle privile-

giate, e potendo distribuire l'arretrato, sarebbe
 stata mera applicazione della legge l'attribuzione
 di lire 170 alle azioni di risparmio. Al contrario, la
 delibera ha distribuito lire 150 a queste ritenendo
 sussistere la differenza del 2% tra lire 150 e le 50
 distribuite alle privilegiate. La delibera è stata, a
 quanto consta *leading case* sul punto, annullata⁶¹.
 b) Le clausole relative alle azioni di risparmio
 pongono talvolta il problema di considerare pre-
 valente a fini interpretativi la situazione sogget-
 tiva particolare derivante dall'essere il titolo
 un'azione speciale o invece il fatto che si tratta di
 deroga al regime dell'azione ordinaria, il cui regi-
 me rivive quindi nei casi di dubbia interpretazione
 della clausola.

Infatti, clausole del tenore «le azioni di risparmio
 ricevono la somma del cinque per cento del valo-
 re nominale dell'azione» non sono in astratto in-
 compatibili con l'esistenza di un potere assem-
 bleare di determinare l'*an* della distribuzione.
 Pertanto, mentre una clausola che ripeta la dispo-
 sizione dell'art. 15, 1° co., l. n. 216/1974, a sua
 volta di derivazione pattizia, attribuisce un diritto
 alla distribuzione, può porsi la questione di accer-
 tare se la sola indicazione di una somma fissa im-
 plichi che sia mantenuta alla competenza dell'as-
 semblea il potere di determinazione dell'*an*, pre-
 fissando in sostanza il solo *quantum*, ovvero
 l'indicazione di una somma si traduca nella sottra-
 zione implicita della competenza sull'*an*.

Il contrasto tra fonte statutaria e principi legali
 determina in realtà una pluralità di soluzioni di-
 pendente dal tenore letterale e dal contesto della
 clausola. In particolare, in generale, l'indicazione
 di una somma fissa sottrae l'azione alla regola del-
 l'art. 2433 c.c. secondo la quale la determinazione
 della distribuzione e della quantità del dividendo
 è compiuta dall'assemblea. Non si può quindi infe-
 rire di per sé la persistenza di un potere delibera-
 tivo sull'*an* da parte dell'assemblea, che deve es-
 sere invece dimostrato.

In secondo luogo, il fatto che la clausola statuta-
 ria sia una norma sintetizza il rapporto giuridico
 esistente tra i titolari dell'azione e la società come
 imperativo, linguisticamente espresso dall'uso
 dell'indicativo. Posto che la condizione della di-
 stribuibilità delle risorse e il "termine" dell'appro-

⁶¹ Trib. Milano, 27.1.2000 - 22.1.2000, confermata da App. Milano, 19.9.2001 e 28.9.2001, in *Banca borsa*, 2003, II, 418, con nota di CARUSO, *Conformazione statutaria del privilegio reddituale e definizione legislativa del conte-
 nuto delle azioni (di risparmio)*.

puto delle azioni relativamente al calcolo delle aliquote per la denuncia al collegio sindacale ed al tribunale.

a) In primo luogo, può rilevarsi come ad essi non sembra attribuibile, come già accennato, né il diritto alla «richiesta di convocazione dell'assemblea generale» né quello relativo alla denuncia al collegio sindacale ed al tribunale. Sotto il primo profilo, se per un verso non è stata riprodotta la previgente disposizione che espressamente privava gli azionisti di risparmio di tale facoltà, d'altro canto l'art. 145, 6° co., TUF, esclude esplicitamente le azioni di risparmio dal conteggio del *quorum* minimo richiesto per promuovere la convocazione dell'assemblea.

Relativamente al diritto alla denuncia invece, la dottrina maggioritaria ritiene oggi che nonostante fosse fuori dubbio, in relazione alla disciplina ante-novella, che tale diritto spettasse anche all'azionista di risparmio⁶⁶, (in concorso con le altre categorie), il nuovo art. 145, 6° co., nella parte in cui esclude le azioni di risparmio dal conteggio dei *quorum* minimi, induce ora a sostenere il contrario⁶⁷.

Con riferimento alla «azione minoritaria di responsabilità verso gli amministratori» la dottrina prevalente sembra propendere per l'orientamento che ravvisa nell'art. 145, 6° co., TUF, un ostacolo alla sua ammissibilità, posto che le azioni di risparmio non vengono prese in considerazione per il calcolo della frazione minima che legittima l'esperimento dell'azione.

Ancora, l'eliminazione dell'art. 14, 5° co., l. n. 216/1974, che in modo espresso escludeva «il diritto di intervento in assemblea per le azioni di risparmio», nonché la mancanza di nuovi indici normativi nel medesimo senso, fanno venir meno la sicurezza con cui in precedenza si affermava la soluzione negativa. Per quanto riguarda il diritto «all'impugnazio-

ne delle delibere dell'assemblea generale», inoltre, può rilevarsi come esso non abbia subito alcuna modificazione ad opera del TUF

In ultimo, può sottolinearsi come in dottrina ci si sia peraltro domandati se al modello legale del TUF debba conferirsi natura inderogabile oppure se l'autonomia statutaria della società sia idonea ad operare ampliamenti tesi a soddisfare le esigenze degli investitori cui offrire l'azione di risparmio; e sulla base di vari rilievi, anche se non univocamente, si è ritenuto di dare una risposta positiva⁶⁸.

b) Ai sensi dell'art. 145, 8° co., TUF «[...] in caso di aumento di capitale a pagamento per il quale non sia stato escluso o limitato il diritto di opzione, i possessori di azioni di risparmio hanno diritto di opzione su azioni di risparmio [...]».

Si tratta di una previsione che, seppur con una serie di elementi innovativi, conferma quanto già previsto dal legislatore del 1974. Rispetto all'abrogato art. 14, 6° co., l. n. 216/1974, infatti, si precisa oggi che il diritto di opzione spetta innanzitutto se ed in quanto in sede di aumento di capitale a pagamento «non sia stato escluso o limitato». Ed al di là dei miglioramenti terminologici (alle azioni di risparmio è attribuito ora il *diritto di opzione* e non più il diritto di *ricevere in opzione*), viene introdotto un ordine di priorità anche dopo l'esaurimento delle azioni di risparmio, nel senso che i relativi azionisti hanno diritto di opzione sulle azioni di risparmio *della stessa categoria* ovvero, in mancanza o per la differenza, «nell'ordine su azioni di risparmio di altra categoria, su azioni privilegiate ovvero su azioni ordinarie». In ultimo, è espressamente prevista una clausola di derogabilità, posto che l'intero comma dedicato al diritto di opzione è preceduto dalla locuzione «salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo». L'art. 145, 8° co., TUF delineaerebbe una disciplina con-

⁶⁶ NOTARI, *art. 145*, cit., 1594; BIONE, *Le azioni*, cit., 84 ove ulteriori rimandi.

⁶⁷ È stato inoltre rilevato che delle incertezze potrebbero in ipotesi sorgere in relazione alla denuncia al collegio sindacale, nell'assunto per cui ci si trova in ogni caso davanti ad un diritto attribuito a ciascun socio, a prescindere dalla quota di partecipazione al capitale (art. 2408, 1° co., c.c.) ed ove il raggiungimento del *quorum* minimo (5% del capitale, ridotto al due per cento per le società quotate) non è un requisito per effettuare la denuncia, bensì rappresenta il presupposto dell'obbligo dei sindaci di indagare immediatamente sui fatti denunciati ed eventualmente convocare l'assemblea.

⁶⁸ Si è innanzitutto sottolineato come sul fronte del contenuto patrimoniale delle azioni sia stata concessa la massima libertà all'autonomia negoziale e come tale criterio non sembri inutilizzabile anche sul fronte del contenuto «corporativo» (favorevole è innanzitutto PORTALE, *Tra "deregulation" e crisi del diritto azionario comunitario*, in AA.VV., *La riforma delle società quotate*, I, Milano, 1998, 376, ma *contra* v. BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo*, in *Tratt. Rescigno*, XVII, Torino, 1985, 1338).

ea generale», inoltre, abbia subito alcuna TUF

come in dottrina ci si è modellato sul modello legale del diritto inderogabile oppure della società sia idonea a soddisfare le esigenze di offrire l'azione di risparmio, anche se non di dare una risposta

», TUF «[...] in caso di esercizio del diritto di opzione di risparmio hanno diritto di risparmio [...]».

che, seppur con una conferma quanto già nel 1974. Rispetto all'abrogazione del 1974, infatti, si precisa che la disciplina inderogabile in materia di capitale a partecipazione è limitata. Ed al riguardo gli artt. 2441 e 2442 c.c. (alle azioni di risparmio e in opzione), viene applicata anche dopo l'esaurimento, nel senso che il diritto di opzione sulle azioni di risparmio, ovvero, in mancanza, «nell'ordine su altra categoria, su azioni privilegiate». In ultimo, è prevista una clausola di derogabilità dedicata al diritto di risparmio con la locuzione «salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo». L'art. 2441 c.c. e una disciplina con-

la denuncia al collegio sindacale, a prescindere dal quorum minimo (5% del capitale), bensì rappresenta eventualmente con-

stata concessa la massima tutela del contenuto del diritto di risparmio comunitario, in materia di modificazioni dell'atto co-

fermativa di quella generale di cui all'art. 2441 c.c. discostandosi per alcune deroghe, che ne attesterebbero correlativamente la natura di norma speciale, applicabile esclusivamente alle azioni di risparmio⁶⁹.

L'art. 145 confermerebbe quindi il principio della mancanza di un obbligo di proporzionalità tra le categorie di azioni di nuova emissione, nel senso che la società non sia tenuta ad emettere azioni delle medesime categorie già in circolazione in misura proporzionale a quest'ultime⁷⁰.

L'art. 145, 8° co., introduce il primo elemento di specificità rispetto alla disciplina generale con riferimento al principio di priorità nell'esercizio del diritto di opzione: mentre secondo la disciplina generale la priorità è da ritenere circoscritta alla medesima categoria di azioni di nuova emissione, per le azioni di risparmio viene predeterminato «un ordine di priorità valevole anche dopo l'esaurimento delle azioni di risparmio» della stessa categoria di quelle in circolazione, nonché in caso di mancata emissione di azioni di risparmio della stessa categoria⁷¹.

La seconda deviazione rispetto al sistema del Codice civile consiste, come già anticipato, nell'esplicita attribuzione all'autonomia negoziale della facoltà di derogare la disciplina legale del diritto di opzione. L'8° comma in commento è infatti preceduto dalla generica locuzione «salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo». Il tenore letterale dell'inciso indurrebbe a riferire detta

clausola di deroga all'insieme dei precetti positivi contenuti nell'intera norma cui è anteposta. Tuttavia, non sembra questa l'interpretazione corretta della disposizione in esame, posto che, da un lato, l'intera disciplina del diritto di opzione è caratterizzata, nel sistema delle società per azioni, da un forte grado di inderogabilità, attenendo alla sfera dei diritti individuali di cui né la maggioranza né il contratto sociale può disporre liberamente⁷² e dall'altro, l'art. 145, 7° co. impone espressamente che in sede di aumento di capitale siano osservate le disposizioni di cui all'art. 2441 c.c. non potendo queste applicarsi solo nell'ipotesi di prima emissione delle azioni di risparmio⁷³.

La soluzione prevalente in dottrina è quindi nel senso di leggere la locuzione «salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo» come se fosse riferita esclusivamente alla parte della norma in cui viene stabilito l'ordine di priorità delle azioni di nuova emissione, destinate ad essere offerte in opzione agli azionisti di risparmio⁷⁴.

c) Infine, con riferimento al novero dei diritti amministrativi è possibile rilevare come la disciplina previgente, al pari della novella del TUF, non affrontasse espressamente la questione della spettanza del diritto di recesso ex art. 2437 c.c. agli azionisti di risparmio, inducendo alcuni primi commentatori della l. n. 216/1974 ad escludere tale diritto dal contenuto delle azioni di risparmio⁷⁵. Tale orientamento è tuttavia rimasto minoritario, osservandosi da parte di altra corrente

⁶⁹ NOTARI, *art. 145*, cit., 1566 e 1604.

⁷⁰ Per una conferma giurisprudenziale si veda Trib. Milano, 26.9.1991. In dottrina concordano BELVISO, *Le modificazioni dell'atto costitutivo*, cit., 100, nota 73; BIONE, *Le azioni*, cit., 84; V. anche NOTARI, *art. 145*, cit., 1606.

⁷¹ Ci si è peraltro interrogati in merito all'ipotesi in cui siano emesse azioni di più categorie all'interno del medesimo grado fissato dalla legge (aumento di capitale con emissione di due nuove categorie di azioni di risparmio (diverse da quelle già in circolazione) oppure con emissione di azioni privilegiate a voto limitato ed azioni privilegiate a voto pieno) (NOTARI, *art. 145*, cit., 1607), apparendo preferibile applicare, all'interno del medesimo grado la regola della proporzionalità, valevole in via generale per tutte le altre categorie di azioni.

⁷² È d'altronde difficile pensare che l'art. 145, 8° co., laddove ribadisce l'equiparazione delle azioni di risparmio alle altre categorie di azioni sotto il profilo del diritto di opzione, ne ammetta al contempo una divergenza di così ampia portata, seppur rimessa all'autonomia statutaria (NOTARI, *art. 145*, cit., 1590).

⁷³ BELVISO, *Emissione delle azioni di risparmio*, cit., 1340.

⁷⁴ SEPE, *Le azioni di risparmio. Emissione delle azioni*, cit., 771.

⁷⁵ Si argomentava, per la non ammissibilità, che gli azionisti di risparmio non sono né dissenzienti, né assenti, e che nei loro confronti si devono assumere come irrilevanti le deliberazioni prese dall'assemblea, nella quale non hanno alcun diritto di far valere la propria opinione essendo sprovvisti del diritto di voto (v. GUERRA, *Le azioni di risparmio e le partecipazioni incrociate nella legge n. 216*, in *Riv. società*, 1976, 824). A favore della titolarità del recesso, DE ACUTIS, *op. cit.*, 140; FENGGI, *Appunti sulle azioni di risparmio*, in *Banca borsa*, 1982, I, 781; PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982, I, 100, 103; BIONE, *Le azioni*, cit., 82; BALZARINI, *op. cit.*, 61; GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato Colombo-Portale*, Torino, 1999, 176; MINERVINI, *Sulla legittimazione all'esercizio del diritto di recesso nelle società per azioni*, in *Rassegna economica Banco di Na-*

dottrina come da un lato, l'azionista risparmiatore sia un socio "istituzionalmente assente", legittimato ad esercitare il recesso (nel termine di quindici giorni dall'iscrizione nel registro delle imprese di una delle deliberazioni contemplate dall'art. 2437 c.c.) e dall'altro, che anche l'azionista di risparmio, al pari degli altri azionisti, subisce gli effetti (eventualmente) negativi delle modificazioni del contratto sociale ritenute "essenziali" dall'ordinamento⁷⁶.

Ad ulteriore conferma della soluzione già consolidata, si aggiunge ora l'ulteriore argomento fornito dalla nuova causa di recesso contemplata dall'art. 131 TUF, sussistente in caso di delibere di fusione o di scissione che comportino l'assegnazione di azioni non quotate, al posto di azioni precedentemente ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato.

10. (Segue): L'azione di risparmio "a voto sospeso" (convertibile in azione con voto). - Occorre infine verificare se l'azione di risparmio, priva di voto, può essere nel mutato contesto normativo dotata di voto sospeso. Sul punto, l'art. 145 TUF allorché dispone che l'azione sia priva del voto sembrerebbe non lasciare spazio. Tuttavia, come rilevato, la disposizione autorizzava, quando non era concesso dall'art. 2351 c.c., la soppressione del voto e prescriveva che questa fosse compensata dal diritto patrimoniale privilegiato.

Posto che la legge ha stabilito che le azioni di risparmio sono prive del diritto di voto, anche l'attribuzione ad esse del voto sospensivamente condizionato per casi particolari dipende dal rapporto tra la disciplina legislativa e l'attribuzione da parte degli artt. 2348 e 2351 c.c. vigenti all'autonomia privata del potere di sopprimere o condizionare il voto.

La *ratio* originaria dell'art. 2351, 2° co., c.c. previgente, impediva una categoria con il voto sospeso, in quanto individuava le alterazioni legittime del voto. In primo luogo, infatti, nell'impostazione originaria del codice, che riconduceva ad un unico tipo sia la società che avesse accesso al mercato dei capitali sia la società che non vi facesse ricorso, la selezione, tra le varie possibilità, delle azioni privilegiate a voto limitato era essen-

ziale per non disincentivare l'afflusso al risparmio, moltiplicando le combinazioni dei diritti per le singole categorie e non disorientare il risparmiatore (Relazione nn. 954 e 956). Occorre però notare che, ancora sul piano tipologico, si pongono sia società con azioni quotate, sia società per azioni che fanno ricorso al mercato dei capitali sia società per azioni che non vi fanno ricorso. Sul piano della disciplina, le prime, per le quali il legislatore aveva previsto la semplificazione delle categorie, ricevono ora il regime speciale di emittenti di azioni quotate e hanno a disposizione strumenti, come le azioni di risparmio, diversi rispetto alle azioni speciali.

L'impostazione originaria è stata, inoltre, superata dalla disciplina delle azioni di risparmio contenuta nel TUF. Infatti, in scarsa coerenza con l'originale obiettivo, la rimessione allo statuto del privilegio previsto per le azioni di risparmio e la dematerializzazione, che rende impossibile l'indicazione sul titolo del privilegio, hanno riacutizzato il costo dell'informazione che il legislatore voleva prevenire tipizzando una categoria di azioni a voto limitato.

Ciò posto, e considerata l'espressa ricezione dell'azione con voto sospeso nel codice vigente, il problema è quindi se la disposizione dell'art. 145 TUF 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 chiamate "azioni di risparmio" e vieti quindi il voto sospeso. Tale ultima soluzione può essere tuttavia raggiunta - poiché contrasta sistematicamente con la libertà di creazione delle categorie - solo ove quella opposta sia in conflitto con altri elementi del sistema.

L'art. 145 TUF sicuramente caratterizza, sul piano della corrispondenza tra nome e contenuto della fattispecie, 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.

Può tuttavia notarsi che, per il fatto che rimette all'autonomia privata la conformazione del privilegio, l'art. 145 non tipizza lo strumento aziona-

poli 1955, 3, 1963, 683; Rossi S., *L'astensione dal voto nell'assemblea di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1987, I, 584; GUERRA, *op. cit.*, 824; FERRO-LUZZI, *Le azioni*, cit., 209;

⁷⁶ DE ACUTIS, *op. cit.*, 140 e n. 42 ss.

rio 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. Pertanto, la possibilità che azioni di risparmio abbiano un diritto di voto sospensivamente condizionato deve essere risolta sulla base della eventuale contrarietà ad altri elementi dell'attribuzione condizionata.

Si è dimostrato che l'attribuzione del diritto di voto (seppur sospensivamente condizionato) ad un titolo che è "al portatore" – ormai dematerializzato – non contrasta con la nominatività obbligatoria dei titoli azionari, trattandosi di una previsione statutaria in contrasto con una previsione di legge⁷⁷.

In secondo luogo, prima dell'introduzione dell'art. 104, co. 1-bis, l'ostacolo per l'Autorità di vigilanza ad ammettere azioni di risparmio che fossero convertite in azioni ordinarie in presenza di OPA (e quindi implicitamente di azioni di risparmio con voto condizionato) è stato di ordine sistematico in quanto il TUF considera il voto come elemento di altre fattispecie che presuppongono per la loro

applicazione l'imputazione incondizionata del diritto di voto, potendo risultare gravosa e poco trasparente l'imputazione di tale diritto solo in determinate occasioni⁷⁸.

In caso di OPA, si è considerato che sarebbe stato grave, ed eventualmente utilizzabile come tecnica di difesa, la distorsione dell'ampliamento temporaneo della base votante⁷⁹. L'inammissibilità delle azioni di risparmio a voto sospensivamente condizionato è stata quindi determinata da motivi di sostanziale trasparenza delle posizioni sociali di potere. Tale indirizzo non trova tuttavia più fondamento nella mutata disciplina dell'azione che all'art. 104, co. 1-bis, consente di condizionare all'offerta pubblica l'attribuzione del voto purché tale attribuzione sia "confermata" da una deliberazione dell'assemblea⁸⁰.

La soluzione della questione delle azioni di risparmio a voto sospeso dipende infatti dall'ammissione per la società quotata di azioni a voto sospeso in quanto, ammettendo queste ultime, verrebbe comunque meno la *ratio* della trasparenza delle posizioni di potere. Dall'introduzione delle azioni a voto sospeso anche per la società quotata, che il legislatore non ha esplicita-

⁷⁷ Cfr. GIAMPAOLINO, *op. cit.*, 188.

⁷⁸ Infatti, l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti si riferisce alle azioni dotate del diritto di voto. Se anche è possibile pensare a comunicazioni, ulteriori, di informazione del raggiungimento della soglia nel caso in cui si verifichi la condizione sospensiva del voto, per comprendere il peso specifico della singola partecipazione nel capitale della società occorrerebbe variare in continuazione la misura di riferimento, e cioè il capitale dotato del diritto di voto *ex art.* 120 TUF. Nella Comunicazione 29.7.1999, 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'OPA, affermava che non poteva trattarsi dell'applicazione dell'art. 120 TUF 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 congegnate. L'estensione dell'obbligo di comunicazione ad azioni senza voto – anche con i limiti che evidentemente non ne fanno un vero e proprio obbligo ai sensi dell'art. 120 – non contrasta con la tesi esposta nel testo in quanto ciò di cui si discute è la possibile variabilità dell'attribuzione del diritto di voto e il suo impatto sul sistema di pubblicità. 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.

⁷⁹ Nella citata Comunicazione 29.7.1999, n. 99058868, la CONSOB, relativamente a clausole che prevedevano il diritto di conversione degli azionisti di risparmio, ha giudicato dubbia la validità di una clausola che di fatto prevedesse l'estensione dell'offerta alle azioni di risparmio, se non in base ad una scelta volontaria dell'offerente. Cfr. sul punto GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società*, Milano, 2007, 286.

⁸⁰ Cfr. sul tema GATTI M., *Le azioni con voto subordinato all'effettuazione di un'opa e l'autorizzazione di conferma*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 511 ss. (in particolare 537). Tra le diverse *ratio* prospettate per la disposizione che subordina alla delibera dell'assemblea – ordinaria per avere già lo statuto previsto l'attribuzione del diritto – si condivide quella di FERRARINI, *Le difese contro le opa ostili: analisi economica e comparazione*, in *Riv. società*, 2000, 755 e ss., secondo il quale la rimessione all'assemblea del potere di rendere efficace l'attribuzione condizionata non determina l'esistenza di una barriera tecnica alla scalata ma di una tecnica difensiva eventualmente attivata.

mente escluso e che i diversi argomenti esposti consentono invece di affermare, consegue quindi che non possa trovare applicazione dopo la novella del 2003 l'orientamento della CONSOB contrario a variazioni del diritto di voto formatosi per le azioni di risparmio.

Pertanto, come sono da ammettere azioni a voto sospeso emesse da società quotate, anche le emissioni di azioni di risparmio possono prevedere, oltre al privilegio, che la privazione del diritto di voto prevista dall'art. 145 non sia assoluta ma che essa possa cessare in presenza di specifiche condizioni. Peraltro, sul piano della comparazione degli interessi, la stessa finalità compensativa della mancata distribuzione può in ogni caso essere per-

seguita prevedendo una facoltà di conversione dell'azione di risparmio in azione ordinaria con conseguente mutamento della legge di circolazione da quella al portatore a quella nominativa, attraverso una richiesta implicita *ex art.* 1999 c.c. prevista nello statuto e l'attribuzione del diritto di voto⁸¹.

11. L'attribuzione statutaria di diritti particolari in caso di esclusione dalle negoziazioni. - La prassi statutaria non è costante nell'attribuire diritti ulteriori agli azionisti di risparmio in caso di *delisting*⁸².

Innanzitutto, si ritiene generalmente che in caso di esclusione dalla quotazione, essa non incida sulla permanenza delle azioni ordinarie

⁸¹ Diverso ancora è se la società quotata possa emettere azioni senza voto diverse dalle azioni di risparmio. V. in questo senso CIVITELLI, *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, cit., 507 ss., per il quale la soluzione affermativa deve partire dall'analisi di compatibilità con la nuova versione dell'art. 2351 c.c. ed in particolare dell'inciso iniziale "fatto salvo quanto previsto dalle leggi speciali" (mancante nel vecchio testo); MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra TUF e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1300, «non si può fare a meno di notare che l'ampio riconoscimento dell'autonomia statutaria codificato nell'art. 2346 ult. cpv. c.c., sembra coprire anche tale fattispecie»; TOMBARI, *op. cit.*, 1074. CARUSO, *Conformazione statutaria del privilegio "reddituale" e definizione legale del contenuto delle azioni (di risparmio)*, cit., 422 ss.; BLANDINI, *Le azioni a voto limitato nella riforma, in profili patrimoniali e finanziari della riforma*, a cura di Montagnani, Milano, 2004, 33 ss. Contro CAMPOBASSO, *op. cit.*, 218, per il quale «È da escludersi invece che le società quotate possano emettere azioni senza voto diverse dalle azioni di risparmio. La qual cosa consentirebbe all'emittente di eludere agevolmente il principio che le azioni di risparmio devono godere di particolari privilegi patrimoniali»; PISANI MASSAMORMILE, *op. cit.*, 1302.

⁸² In caso di esclusione delle azioni di risparmio o delle azioni ordinarie, conservano i propri diritti e obblighi (Gemina), ovvero mantengono i propri diritti «salvo diversa deliberazione dell'assemblea straordinaria e di quella speciale» (29.5 Intesa; analoghi Italcementi; Italmobiliare); ancora le azioni di risparmio potranno essere convertite in azioni ordinarie alla pari ed a semplice richiesta (statuto Edison), ovvero in azioni ordinarie o privilegiate, "le cui caratteristiche e condizioni di emissione sono stabiliti dall'assemblea degli azionisti" (art. 6, Intek; KME Group); una maggiorazione irrisoria nel privilegio (statuto Exor, da 31,21% del valore nominale di euro 1 a 32,15%); subiscono la trasformazione delle azioni in ordinarie con un dividendo maggiorato di euro 0,0525 anziché di 0,0465, se ad essere escluse sono le risparmio, e di 0,06 se ad essere escluse sono le ordinarie (singolarmente lo statuto Exor non prevede la conversione delle risparmio nel caso di esclusione delle ordinarie). In caso di esclusione delle azioni di risparmio, vi è anche una disposizione transitoria, fino alla distribuzione degli utili dell'esercizio 2010, la trasformazione delle azioni in azioni nominative e l'attribuzione di un dividendo maggiorato di euro 0,0175 rispetto a quello percepito dalle azioni ordinarie (euro 0,0155); in caso di esclusione delle azioni ordinarie, la maggiorazione è aumentata a 0,2 per azione. Successivamente, le maggiorazioni sono inferiori. Nello Statuto Banco di Sardegna, in caso di esclusione dalle negoziazioni delle azioni di risparmio, le azioni hanno diritto di recedere *ex art.* 2437 c.c. (mentre nulla è previsto per l'esclusione delle ordinarie, che però dovrebbe determinare l'esclusione anche delle risparmio). Sono state analizzate in dottrina (MONTALENTI, *La società quotata, in Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Milano, 2004, 126 ss.), anche le previsioni statutarie adottate in previsione di un eventuale *delisting*. - diritto di conversione alla pari in azioni ordinarie di uguale valore nominale con godimento uguale a quello spettante alle azioni ordinarie al momento del (SAIPEM s.p.a.); conversione automatica in azioni privilegiate con voto limitato *ex art.* 2351 c.c. (Banco di Desio e della Brianza); diritto dell'azionista di risparmio di chiedere la conversione in azioni ordinarie secondo le modalità stabilite dall'assemblea straordinaria convocata entro due o tre mesi dal *delisting* (BNL s.p.a., TIM s.p.a., Unicredito s.p.a.); - attribuzione di maggiorazione del dividendo in caso di esclusione dalle negoziazioni eventualmente distinguendo tra *delisting* delle azioni di risparmio e *delisting* delle azioni ordinarie (Fiat s.p.a.).

tà di conversione delle azioni ordinarie con congedo di circolazione da nominativa, attraverso l'art. 1999 c.c. prevista del diritto di voto⁸¹.

La disciplina dei diritti particolari e negoziazioni. - La disciplina nell'attribuire di risparmio in caso di

generalmente che in quotazione, essa non sulle azioni ordinarie

azioni di risparmio. V. in 37 ss., per il quale la so-2351 c.c. ed in partico-ecchio testo); MAUGERI, *Il nuovo diritto societario dell'autonomia statale*, op. cit., 1074. CARUSO, *Sulle azioni (di risparmio) e finanziari della reale* «È da escludersi in risparmio. La qual cosa cono godere di particolari

di diritti e obblighi (Generalitaria e di quella spe-uno essere convertite in ie o privilegiate, "le cui 6, Intek; KME Group); 1 a 32,15%); subisco-anziché di 0.0465, se ad ante lo statuto Exor non esclusione delle azioni di cizio 2010, la trasforma-0,0175 rispetto a quello la maggiorazione è au- Banco di Sardegna, in cedere ex art. 2437 c.c. esclusione anche delle *ritirato commerciale*, di ne di un eventuale deli-mento uguale a quello i azioni privilegiate con rmio di chiedere la con-rovocata entro due o tre re del dividendo in caso parmio e *delisting* delle

e/o delle azioni di risparmio come tali⁸³. Tuttavia, non vi è accordo sulla "quantità" dei diritti che lo statuto deve attribuire agli azionisti in caso di esclusione.

A fronte della varia prassi statutaria riportata, il primo precedente che consta sul punto, relativo allo statuto di BNL, ritiene che la disposizione non intenda avere una funzione indennitaria o compen-

sativa della perdita di quotazione (anche in quanto venne riconosciuto il diritto di recesso nella specifica occasione ex art. 2437-*quinquies* c.c.)⁸⁴ contro quanto affermato nella Relazione CONSOB per il 2002⁸⁵. La dottrina è sul punto divisa⁸⁶.

12. La soppressione della norma di chiusura. - Come accennato, una rilevante novità della nuova

⁸³ NOTARI, *Le azioni di risparmio*, cit., 1543; BELVISO, *Azioni di risparmio*, cit., 1336; SEPE, art. 145, in *Commentario al d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di Rabitti Badogni, Milano, 1998, 769; DE VITIS, op. cit., 994; GALLETTI, *Azioni di risparmio*, in *Leggi civ. comm.*, 2001, 215.

⁸⁴ Trib. Roma, 31.5.2011.

⁸⁵ «La disposizione dell'art. 145, comma 2, ultima frase, è stata introdotta per compensare gli azionisti di risparmio della perdita dei vantaggi patrimoniali derivanti dalla quotazione delle azioni ordinarie o di risparmio e della mancata estensione con il medesimo TUF dell'obbligo di promuovere l'offerta residuale anche sulle azioni di risparmio». La CONSOB ritiene cioè che lo statuto dovrebbe comunque stabilire una disciplina compensativa o risarcitoria, cioè un "diritto aggiuntivo" rispetto a quelli già spettanti prima della revoca delle negoziazioni, agli azionisti di risparmio. E invita a comunicare "ai sensi dell'art. 115 del TUF se, in quali termini e con quali modalità" la società destinataria intenda «adottare una clausola che effettivamente attribuisca dei diritti agli azionisti di risparmio in caso di revoca dalle negoziazioni delle azioni ordinarie o di risparmio».

⁸⁶ COLOMBO, *Delisting e azioni di risparmio*, cit., 367 ss.; «Sembra difficile negare che il significato della seconda frase dell'art. 145, 2° co., si quello di imporre alla società emittente di stabilire, nello Statuto, quali diritti "aggiuntivi" verranno attribuiti alle azioni di risparmio qualora si verifici uno dei fatti comportanti uno di quei pregiudizi. Né sembra convincente l'ipotesi interpretativa che l'art. 145 voglia semplicemente imporre che lo Statuto "precisi" che cosa accadrà alle azioni di risparmio in caso di revoca della quotazione». «Le soluzioni più appropriate sembrano, in astratto, quelle dell'attribuzione - all'azionista al rappresentante comune - di più ampi diritti di informazione e di controllo, o, in caso di *delisting* delle sole azioni di risparmio, nell'attribuzione del diritto di chiedere la conversione in azioni ordinarie o in azioni a voto limitato (attributive del voto solo nelle assemblee straordinarie). [...] Infine si potrebbe prevedere semplicemente una modifica in aumento dei privilegi patrimoniali: modifica la cui misura, non essendo fissata dalla legge, potrebbe anche essere modesta»; DE VITIS, op. cit., 994, per l'A. è poco convincente la tesi che in questo caso i diritti delle azioni di risparmio rimarrebbero immutati, perché tali azioni «non hanno più la garanzia dei controlli pubblici». Nel caso di *delisting* delle azioni di risparmio, l'A. ritiene che la sola via percorribile sia quella dell'incremento dei loro privilegi patrimoniali, a compenso della diminuita facilità di disinvestimento; GALLETTI, op. cit., 215, «Il legislatore si manifesta tutt'altro che avaro nei confronti della necessità di assicurare correttivi agli azionisti di risparmio "espropriati" dalla quotazione» e deve esservi una «doverosità da parte della società di predisporre accorgimenti che "indennizzino" i titolari per la perdita dei vantaggi della negoziazione».

Meno decisi: NOTARI, *Le azioni di risparmio*, cit., 1544. «art. 145, comma 2, non impone necessariamente l'adozione di un rimedio minimale tale da consentire una tutela degli azionisti di risparmio che sia considerata a priori sufficiente ed effettiva. Va quindi ritenuta legittima una clausola che semplicemente dispone, in caso di sospensione revoca della quotazione, [...] la permanenza delle azioni di risparmio con le medesime caratteristiche ed i medesimi diritti, per quanto non quotate»; SANTAGATA, op. cit., 1173, secondo il quale la lettera della norma dice "stabilisce" e non "deve stabilire" ed inoltre in virtù del fatto che questa impostazione è coerente con la scelta legislativa di "affidare interamente allo Statuto la determinazione dei diritti delle azioni in questione"; MARCHETTI, *Delisting e azioni di risparmio*, cit., 367. L'A. svolge innanzitutto ampie considerazioni sui lavori preparatori del TUF n. 58/1998, ove è stata «espressamente e volutamente respinta l'idea di imporre una precisa disciplina migliorativa e cogente (conversione in altro tipo di azioni). Si afferma solo l'esigenza di chiarezza sulla sorte delle azioni di risparmio, si affida al mercato la valutazione circa la bontà o meno della soluzione adottata dallo statuto»; Circolare ASSONIME (3.9.2003). Proprio l'assenza di criteri di determinazione dei diritti da riconoscere agli azionisti di risparmio in caso di *delisting* fa ritenere che all'emittente è data piena discrezionalità in ordine alla individuazione delle misure per soddisfare in tale ipotesi gli interessi degli azionisti di risparmio. Nulla impedisce, dunque, che l'emittente ritenga sufficienti a soddisfare tali interessi i medesimi diritti di categoria e i privilegi patrimoniali già riconosciuti alla categoria di azioni prima del *delisting*. Sarà il mercato a valutare la concreta idoneità di tali diritti a tutelare, in caso di *delisting*, l'eventuale posizione deteriore dell'azionista di risparmio"; SEPE, art. 145, cit.,

disciplina riguarda il venir meno della previsione attributiva alle azioni di risparmio degli *stessi diritti delle azioni ordinarie*, confermata sotto lo stesso profilo, a quella di cui all'abrogato art. 15, 5° co., per il quale "in caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno *gli stessi diritti delle altre azioni*".

Al di là del dibattito che il venir meno di tali previsioni ha suscitato in relazione alla stretta qualificazione giuridica delle azioni di risparmio⁸⁷, ci si

è comunque chiesti se la volontà del legislatore sia stata o meno quella di abrogare, con le due disposizioni, anche i precetti sostanziali in esse contenuti (e quindi, di dover o meno considerare le azioni di risparmio come azioni che non attribuiscono, in via di principio, gli stessi diritti delle azioni ordinarie); la soluzione, condivisa in dottrina con diverse argomentazioni, è ancora quella di continuare ad attribuire alle azioni di risparmio la natura di partecipazioni sociali.

Art. 146 Assemblea speciale

1. *L'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio delibera:*

- a) *sulla nomina e sulla revoca del rappresentante comune e sull'azione di responsabilità nei suoi confronti;*
- b) *sull'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria, con il voto favorevole di tante azioni che rappresentino almeno il venti per cento delle azioni della categoria;*
- c) *sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo; il fondo è anticipato dalla società, che può rivaler-*

763. Spetta allo statuto prevedere i diritti spettanti alle azioni di risparmio. [...] L'ampiezza della formula del 2° comma lascia aperte innumerevoli soluzioni: conversione delle azioni di risparmio in ordinarie, privilegiate, e infine, mantenimento della qualità di azioni di risparmio, per il caso in cui quotate rimangano le azioni ordinarie; FERRO-LUZZI, *Le azioni di risparmio*, vingt ans après, in *La riforma delle società quotate*, Atti del Convegno S. Margherita, 13-14.6.1998, Milano, 1998, 235. Il 2° comma sembra volere che lo statuto preveda e disciplini espressamente l'ipotesi, cioè l'esclusione dalle negoziazioni, non che possa farlo, o tacerne completamente.

⁸⁷ L'abrogazione delle due citate norme (sulla scia delle riflessioni già precedentemente operate sotto il vigore della l. n. 216/1974) ha generato un intenso dibattito in relazione all'esatta qualificazione giuridica delle azioni di risparmio. Dibattito che, ritenuto da alcuni addirittura superfluo in relazione al precedente assetto normativo (WEIGMANN, *Concorrenza e mercato azionario*, Milano, 1978 34; FERRARA, CORSI, *op. cit.*, 668, nota 7; ANGELICI, *Della società per azioni. Le azioni*, cit., 172 ss.), ha assunto rinnovato vigore proprio in conseguenza della soppressione normativa di cui si è dato conto la quale era ordinariamente utilizzata come base argomentativa per considerare le azioni di risparmio quali vere e proprie partecipazioni sociali (FENGHI, *op. cit.*, 776, ma *contra* SPADA, *op. cit.*, 586) nel senso di ritenere le azioni di risparmio quali vere e proprie partecipazioni sociali (PORTALE, *La riforma delle società quotate*, Milano, 1998, 375; NOTARI, *art. 145*, cit., 1592; SANTAGATA, *op. cit.*, 1178). Tuttavia, non può non considerarsi l'opposto orientamento, elaborato da autorevole dottrina (FERRO-LUZZI, *La riforma delle società quotate*, cit., 230), secondo il quale bisognerebbe operare un ripensamento del concetto giuridico di «azione» sull'assunto che la denominazione e l'imputazione dell'apporto a capitale attesterebbero la sola intenzione legislativa di ricondurre i titoli di risparmio alla fattispecie azione, il cui elemento cardine è comunemente individuato nella partecipazione al rischio d'impresa come socio, e non come creditore; non sarebbe quindi possibile una sostanziale equiparazione della posizione giuridica di azionisti ordinari e con quella dei risparmiatori, stimata peraltro suscettibile di ostacolare l'appetibilità del rinnovato strumento finanziario (ancora, FERRO-LUZZI, *La riforma delle società quotate*, cit., 248). V. anche BARTALENA, *op. cit.*, 83, Effettivamente vi sono una serie di argomentazioni, a sostegno la privazione del diritto di voto delle azioni di risparmio nelle assemblee straordinarie, l'esclusione della parte di capitale da esse rappresentata dal computo delle aliquote necessarie per la convocazione dell'assemblea e per la promozione dell'azione di responsabilità degli amministratori, il loro esonero dall'OPA residuale e dal diritto di acquisto forzoso, rispettivamente previsti dagli artt. 108 e 111 TUF, nonché la mancata riproduzione della disposizione (art. 14, 4° co., l. n. 216/1974) che attribuiva alle azioni di risparmio, salvo le deroghe espressamente sancite, «gli stessi diritti delle azioni ordinarie».