

LE AZIONI

CARATTERISTICHE GENERALI

Il 2346 prevede che: *La partecipazione sociale è rappresentata da azioni; salvo diversa disposizione di leggi speciali lo statuto può escludere l'emissione dei relativi titoli o prevedere l'utilizzazione di diverse tecniche di legittimazione e circolazione.*

La divisione del capitale in azioni (intese come partecipazioni) è un elemento essenziale. La presenza di titoli circolanti in cui queste partecipazioni sono documentate e invece puramente eventuale: lo statuto può infatti escludere l'emissione dei relativi titoli. Le azioni (intese come partecipazioni) costituiscono frazioni del capitale di identico ammontare, conferiscono ai loro possessori uguali diritti e sono indivisibili (2347 e 2348). Ciascuna forma una cellula, identica alle altre, che ingloba un insieme unitario di diritti e di doveri. Un titolo azionario, invece può essere rappresentativo di una o di più azioni e nella stessa società possono coesistere certificati di diverso ammontare. È inoltre possibile un raggruppamento di azioni in un unico certificato oppure un frazionamento di un titolo in più certificati. Queste operazioni devono essere distinte dai raggruppamenti o frazionamenti di azioni intese come partecipazioni. La legge impone che le azioni abbiano tutte uguale valore (2348). Per procedere ad un loro raggruppamento occorre quindi una variazione dell'atto costitutivo che modifichi il valore nominale delle azioni. In una società con azioni di valore nominale pari a 1000 i certificati azionari potranno essere frazionati e raggruppati in ogni maniera, purché tutti siano rappresentativi di una o più azioni: l'unico effetto sarà sul numero di pezzi di carta che saranno necessari per documentare il possesso di un determinato numero di azioni. Il raggruppamento relativo, non al documento ma, all'azione potrà incidere invece maniera sostanziale sulla posizione dell'azionista. Se la società riduce il capitale, e il valore nominale delle azioni, ad un centesimo del loro valore precedente e, per evitare di avere azioni del valore di un euro, prevede un aumento del valore nominale a 50, occorreranno 50 azioni vecchie per ottenere un'azione nuova. I titolari di un numero di azioni che non sia uguale o superiore a 50, potranno perdere la qualità di soci o vedere ridotta l'entità della loro partecipazione. La liceità della raggruppamento che conduce a questo risultato negativo per i soci è discussa. I maggiori problemi sorgono quando il raggruppamento non è frutto di una decisione discrezionale ma è conseguenza inevitabile di importanti operazioni (fusione, eccetera) e sarebbe assurdo vietare per preservare qualche socio da un anno di infima entità.

NATURA GIURIDICA DEI TITOLI AZIONARI

I titoli azionari devono indicare:

- 1) la denominazione e la sede della società;*
- 2) la data dell'atto costitutivo e della sua iscrizione e l'ufficio del registro delle imprese dove la società è iscritta;*
- 3) il loro valore nominale o, se si tratta di azioni senza valore nominale, il numero complessivo delle azioni emesse, nonché l'ammontare del capitale sociale;*
- 4) l'ammontare dei versamenti parziali sulle azioni non interamente liberate;*
- 5) i diritti e gli obblighi particolari ad essi inerenti.*

Abbiamo detto che i titoli azionari incorporano oppure rappresentano, la partecipazione nella società. Il preciso significato di queste espressioni dipende dalla definizione della natura giuridica di questi titoli. Si tratta in particolare di stabilire se essi sono titoli di credito e, quindi, la loro disciplina debba essere interpretata e integrata utilizzando quella generale dei titoli di credito. Si devono confrontare le due discipline per verificare se quella delle azioni sia compatibile con quella dei titoli di credito. Dal 2356, che disciplina gli effetti del trasferimento di azioni non ancora liberate, si desume che nei confronti della società all'acquirente di tali azioni è responsabile per i residui conferimenti ancora dovuti, e non effettuati dall'alienante. Sembra quindi che la società possa opporre l'inadempimento del precedente proprietario anche all'acquirente che in buona fede avesse ignorato l'esistenza del debito. Tale regola non potrebbe essere applicata sia analoga situazione si prospetta a sé con riferimento ad una cambiale. Vale per i titoli cambiari la norma per cui il debitore può porre al portatore in buona fede soltanto le eccezioni che risultano dalla lettera di titolo (caratteristica della letteralità). Tale caratteristica manca alle azioni. Al di là di singoli spunti letterari, inducono a negare alle azioni questa caratteristica (letteralità) e considerazioni attinenti alla tutela dei terzi in particolare dei creditori sociali, che potrebbero essere pregiudicati che il meccanismo della letterarietà consentisse l'esercizio dei diritti sociali a chi non ha contribuito a formare quel fondo patrimoniale dalla cui integrità dipendono le speranze di soddisfazione dei creditori. Per chi ritiene che la letterarietà sia una componente essenziale dei titoli di credito il discorso si chiude con una conclusione negativa che rende inapplicabile le azioni alla disciplina dei titoli di credito. Il tentativo di estendere tale disciplina le azioni ha contribuito ad indurre molti ad operare una manipolazione della nozione di titolo di credito, eliminando la letterarietà dal novero delle sue caratteristiche. Si avrebbero così due categorie di titoli di credito: quelli dotati di

letterarietà e quelli non dotati. A questa seconda categoria potrebbero appartenere le azioni. Il discorso sulla loro natura può così essere riaperto: la mancanza della letterarietà non è sufficiente a farle escludere dalla intera classe "titoli di credito", ma solo da una sottospecie (quella dei titoli letterali). Tuttavia alla disciplina delle azioni non è conforme a quella generale dei titoli di credito. Ciò non consente di trarre argomenti contro la classificazione ma sicuramente impedisce di trarne in favore. Un tentativo di aggirare questi ostacoli può essere compiuto spostando il discorso sul piano della fattispecie: qui occorre verificare se le azioni abbiano le caratteristiche di fatto dei titoli di credito. Così, se si ritiene che la caratteristica essenziale della fattispecie a titolo di credito sia costituita dalla destinazione alla circolazione impressa alle titoli del suo autore o dalla coscienza sociale probabilmente le azioni dovrebbero essere considerate titoli di credito.

AZIONI NOMINATIVE E AL PORTATORE

Per quanto riguarda la legge di circolazione, le azioni possono essere distinte in azioni nominative e azioni al portatore. Il legislatore alle 2354 dispone che *i titoli possono essere nominativi o al portatore, a scelta della socio, se lo statuto o le leggi speciali non stabiliscono diversamente*. Attualmente in Italia solo le azioni di risparmio possono essere al portatore. Le azioni ordinarie non possono essere al portatore. L'opportunità di imporre la nominatività delle azioni è stata in passato molto dibattuta. Sono coinvolti in questa discussione i temi della giustizia fiscale e della trasparenza. Le azioni al portatore possono infatti favorire forme di elusione fiscale ed è ovvio che ciò riduce drasticamente la trasparenza. Tuttavia il discorso sulla nominatività non è più molto attuale visti i mezzi per scoprire e quelli per nascondere le identità dei proprietari.

IL TRASFERIMENTO DELLE AZIONI

La negoziazione delle partecipazioni azionarie è un'attività che interviene tra i soci, a cui la società non partecipa in quanto tale, ma dalla quale scaturiscono effetti che evidentemente la riguardano. Si tratta, allora, di risolvere in genere due distinti problemi. Stabilire le condizioni per un valido trasferimento di azioni a definire e presupposti in presenza dei quali il trasferimento può assumere rilevanza nei confronti della società. A tal fine occorre anzitutto distinguere l'ipotesi in cui sono stati emessi titoli azionari, da quelle in cui non sono stati. In quest'ultima ipotesi e le 2355 prevede che il trasferimento delle azioni a effetto nei confronti della società dal momento dell'iscrizione nel libro dei soci. È dunque possibile che un soggetto sia titolare delle azioni per averle regolarmente acquistate e non abbia tuttavia il diritto di esercitarne i poteri sociali per difetto di iscrizione nel libro dei soci. Se i titoli azionari sono stati emessi, occorre anche distinguere a seconda che si tratti di titoli al portatore o nominativi. Nel primo caso le azioni si trasferiscono con la consegna del titolo. Chi ha acquistato e detiene il possesso del titolo potrà quindi esercitare i poteri sociali e se ha acquistato dal titolare o se ricorrono le condizioni previste dal 1994 (a cui si è in buona fede del possesso in base ad un titolo astrattamente idoneo), sarà anche titolare della partecipazione. In caso di titoli nominativi e la prima possibilità è che il trasferimento avvenga mediante girata autentica. In tal caso il giratario, se è in grado di dimostrarsi possessore ha il diritto di ottenere la notazione del trasferimento nel libro dei soci ed è comunque legittimato ad esercitare i diritti sociali. Inoltre se ha acquistato dal titolare, o se ricorrono le condizioni del 1994, acquista sicuramente la titolarità della partecipazione. La seconda possibilità è che il trasferimento avvenga, ai sensi del 2022, mediante la contemporanea annotazione del nome dell'acquirente sul vecchio titolo e sul libro dei soci (cd. *trasfert*). L'esecuzione di queste formalità comporterà sia la possibilità per il nuovo intestatario di esercitare i diritti sociali, sia l'acquisto da parte sua della titolarità della partecipazione (se a questa la titolare o alle condizioni del 1994). Dunque, consegna, girata autentica e *trasfert* sono sufficienti a far acquistare la titolarità della partecipazione anche in caso di acquisto a non domino se ricorrono le condizioni del 1994. Ci si può per chiedere se tali formalità siano anche condizione necessaria perché si verifichi il trasferimento della titolarità. I sostenitori della teoria consensualistica ritengono che in caso di acquisto del titolo da colui che ne è proprietario il consenso delle parti sia sufficiente a trasferire la proprietà del documento e quindi la titolarità del diritto. Trasmissione del possesso e altre formalità, e le verrebbero solo sul piano della legittimazione e sarebbero comunque atti dovuti. La teoria opposta (e realista) considera invece le formalità previste dal 2022 a 2023 come costitutive dell'effetto reale due conti in loro assenza non si trasferirebbe la legittimazione, e neppure la titolarità.

IL SISTEMA DI GESTIONE ACCENTRATA E LA DEMATERIALIZZAZIONE

Sulle regole relative alla circolazione delle azioni incidono alle norme che hanno creato un sistema di gestione accentrata di strumenti finanziari che consente la circolazione delle azioni in maniera svincolata dal materiale trasferimento dei documenti relativi. La parte più caratterizzante di tale sistema è costituita dalla cd. *dematerializzazione*, che comporta la non incorporazione delle azioni in titoli cartacei e che è obbligatoria per tutte le società con azioni quotate nei mercati regolamentati, mentre è facoltativa per le altre S.p.A., in cui lo statuto può prevedere altro. Tale sistema è caratterizzato dalla presenza di società di gestione accentrata (società previste dal 80 t.u.f., che ha determinato una certa liberalizzazione dell'attività in questione, prima svolta dalla sola Monte Titoli S.p.A.), alle quali determinati soggetti intermediari (banche, imprese di investimento, ecc) affidano le azioni ricevute in gestione dei loro clienti. A nome e su richiesta degli intermediari, la società di gestione accentrata apre, per ognuno di questi, conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari.

A sua volta, l'intermediario accende presso di sé conti nei quali registra, per ogni titolare, gli strumenti finanziari di sua pertinenza.

Il trasferimento degli strumenti finanziari dematerializzati e l'esercizio dei relativi diritti patrimoniali possono effettuarsi solo tramite l'intermediario autorizzato. Quest'ultimo deve inoltre segnalare alle mittenti i nominativi degli aventi diritti sugli strumenti finanziari. E le trasferimenti si opera mediante scritturazione sui conti e selezioni sono nominative la scritturazione equivale a girata. Lo scopo complessivo del sistema è quello di consentire la circolazione delle azioni mediante operazioni di giro conto evitando ogni materiale spostamento di documenti.

CONDIZIONI ALLA CIRCOLAZIONE DELLE AZIONI: CLAUSOLA DI GRADIMENTO

Il 2355-bis prevede che:

Nel caso di azioni nominative ed in quello di mancata emissione dei titoli azionari, lo statuto può sottoporre a particolari condizioni il loro trasferimento e può, per un periodo non superiore a cinque anni dalla costituzione della società o dal momento in cui il divieto viene introdotto, vietarne il trasferimento.

Le clausole dello statuto che subordinano il trasferimento delle azioni al mero gradimento di organi sociali o di altri soci sono inefficaci se non prevedono, a carico della società o degli altri soci, un obbligo di acquisto oppure il diritto di recesso dell'alienante; resta ferma l'applicazione dell'[articolo 2357](#). Il corrispettivo dell'acquisto o rispettivamente la quota di liquidazione sono determinati secondo le modalità e nella misura previste dall'[articolo 2437-ter](#).

La disposizione del precedente comma si applica in ogni ipotesi di clausole che sottopongono a particolari condizioni il trasferimento a causa di morte delle azioni, salvo che sia previsto il gradimento e questo sia concesso.

Le limitazioni al trasferimento delle azioni devono risultare dal titolo.

Le azioni sono naturalmente destinate alla circolazione. Ciò non esclude che in molte situazioni i soci possono avere interesse a vietare o almeno a limitare la circolazione delle azioni. La norma tenta di risolvere i problemi che possono sorgere in tali situazioni.

Il primo principio è che il blocco totale e permanente della circolazione delle azioni non è ammesso (la norma consente infatti di introdurre un divieto di alienazione, ma solo per un periodo massimo di cinque anni).

Il secondo principio è quello della liceità, senza limiti di tempo, delle clausole che sottopongono a particolari condizioni trasferimento delle azioni nominative o di quelle per le quali non si è proceduto alla emissione di titoli. Dalla combinazione dei due principi che risulta la necessità di evitare che clausole che si presentano formalmente come clausole che sottopongono l'alienazione a condizioni, possono avere invece effetti simili a quelli di un divieto. È il caso delle c.d. *clausole di mero gradimento*. Per clausole di mero gradimento si intendono le clausole che non definiscono in anticipo i criteri in base ai quali il gradimento deve essere concesso l'annegato, e attribuiscono, perciò, a chi ha il potere di esprimere il gradimento, una insindacabile discrezionalità. Nelle clausole di gradimento non mero, colui che si vede negato un gradimento che gli spetterebbe poi impugnare il rifiuto. In quelle di gradimento mero, non può che rassegnarsi al suo destino.

Le clausole di gradimento non vietano l'alienazione delle azioni, ma non ammettono che l'acquirente delle azioni possa presentarsi alla società in qualità di socio ed esercitare i relativi diritti se non ha ricevuto il gradimento o del cda dell'assemblea o di altri organi sociali. La presenza della clausola non incide sulla validità del trasferimento delle azioni, ma può impedire l'esercizio da parte di un acquirente non gradito dei diritti sociali. La funzione apparente di tali clausole è quella di impedire l'ingresso nella compagine sociale e la cui presenza non è gradita. Esistono infatti casi in cui certe qualità personali dei soci possono avere un rilievo è evidente. I casi principali di utilizzazione di tali clausole non riguardavano in passato l'ipotesi di società caratterizzate, sul piano ideologico, confessionale, sociale, ecc. ma ipotesi in cui la clausola veniva usata per impedire l'acquisizione da parte di terzi di percentuali che avrebbero voluto creare problemi al gruppo di controllo. La clausola di gradimento veniva di fatto utilizzare per impedire scalate (il che creava la singolare ipotesi di soci graditi finché detenevano una certa percentuale, e sgraditi quando tentavano di ampliarla). Le clausole di gradimento hanno resistito per tutti gli anni 60 e 70. La cassazione ha modificato il suo precedente orientamento, favorevole all'incondizionata validità delle clausole, proprio in occasione di un giudizio in cui il gradimento era stato negato un soggetto già socio.

Gli interessi lesi da una clausola di gradimento possono essere di due tipi. Il primo è un interesse generale al ricambio dei gruppi di controllo realizzato tramite scalate. Tale fenomeno può essere considerato positivo anzitutto perché dovrebbe assicurare che le imprese siano gestite in ogni momento da chi in grado di farlo meglio. L'altro interesse che può essere leso dalla clausola di gradimento è un interesse privato particolarissimo: l'interesse del suo non arrestare, come si suole dire, prigioniero del suo titolo. Una clausola di gradimento che consente di negare l'ingresso in società sulla base di giudizi discrezionali immotivati, può determinare una situazione in cui il socio non riesce più a vendere le sue azioni, perché nessun potenziale acquirente riesce ad ottenere il gradimento. La legge si è data a carico della necessità di proteggere quest'ultimo interesse, sanzionando l'inefficacia delle clausole che subordinano gli effetti dei trasferimenti di azioni al mero gradimento, quando non sia previsto a carico della società un obbligo di acquisto, oppure il diritto di recesso dell'alienante. Quanto all'altro interesse, esso appare tutelato dalle requisiti della libera trasferibilità delle azioni generalmente richiesto per l'ammissione delle stesse la quotazione in borsa.

LE CLAUSOLE DI PRELAZIONE

Minori problemi suscitano le clausole di prelazione, con le quali si stabilisce che le azioni, prima di poter essere cedute liberamente, debbano essere offerte a determinati soggetti (generalmente, agli altri azionisti). Molte di queste clausole sono eccezionalmente complesse e prevedono l'obbligo di seguire determinate procedure. Le clausole di prelazione pongono ostacoli alla circolazione delle azioni, ma non producono effetti paragonabili a quelli delle clausole di gradimento e gli argomenti contrari alla validità di queste ultime non sono in genere utilizzabili per negare l'ammissibilità delle prime. Riconosciuta la validità della clausola di prelazione, il problema riguarda gli effetti della sua violazione. Si suole affermare che le clausole di prelazione avrebbero efficacia reale, caratteristica che le distinguerebbe dai patti di prelazione stipulati solo tra alcuni soci mentre la violazione di un patto di prelazione può creare un obbligo di risarcimento danni, ma non può incidere sugli effetti del contratto di vendita la violazione della clausola statutaria sarebbe opponibile al terzo acquirente. L'opinione prevalente è nel senso che quest'ultimo non potrebbe ottenere l'iscrizione nel libro dei soci; e il suo atto di acquisto sarebbe invalido.

ALTRI PROBLEMI

Un tempo era discusso se i limiti potessero riguardare indifferentemente anche trasferimenti mortis causa, oltre a quelli inter vivos. E le 2355-bis, terzo comma sanziona ora con l'inefficacia tutte le clausole che sottopongono a particolari condizioni e trasferimenti a causa di morte senza prevedere l'obbligo di acquisto il diritto di recesso previsto dal primo comma, salvo che sia previsto il gradimento questo sia concesso.

Altri problemi suscita il tema della modificabilità dello statuto che preveda poiché non prevede limiti alla circolazione delle azioni. Prima della riforma del 2003 si riteneva che l'introduzione di limiti alla circolazione non potesse essere decisa dalla maggioranza potesse quindi avvenire solo al momento della costituzione, o successivamente con delibera unanime. La riforma del 2003 a ora introdotto, al 2437 secondo comma, una possibilità di recesso per i soci che non hanno concorso all'approvazione di una delibera riguardante l'introduzione a una rimozione di vincoli alla circolazione dei titoli azionari.

L'AZIONE COME PARTECIPAZIONE: I DIRITTI DELL'AZIONISTA

Tradizionalmente i diritti spettanti degli azionisti vengono distinti in due categorie: diritti di natura patrimoniale e diritti di natura corporativa (quelli che consentono al socio di intervenire nelle vicende della società). I 2350 e 2351 menzionano i principali tra tali diritti: rispettivamente il diritto agli utili alla quota di liquidazione, il diritto al voto. Al socio sia troppo tra gli altri diritti, sia di natura patrimoniale (ad esempio assegnazione di azioni emesse in seguito all'aumento gratuito di capitale) sia di natura corporativa (esempio diritto di ispezione del libro dei soci). Inoltre va chiarito il principio per cui le azioni conferiscono ai loro possessori uguali diritti.

PARITÀ DEI DIRITTI A PARITÀ DI TRATTAMENTO

Il 2348 recita: *le azioni devono essere di uguale valore e conferiscono loro possessori uguali diritti. Si possono tuttavia creare con lo statuto con successive modifiche di questo, categorie di azioni fornite di diritti diversi.*

Due regole. La prima riguarda il principio dell'uguaglianza tra le azioni, principio che, vale soltanto all'interno della stessa categoria di azioni, visto che, come risulta dalla seconda regola, possono essere create categorie di azioni aventi diritti diversi. La prima regola fissa un principio di uguaglianza formale. La sua presenza impedisce di attribuire diritti diversi agli azionisti appartenenti alla stessa categoria. Non impone invece di trattare tutti i soci allo stesso modo, concedendo a tutti le stesse concrete opportunità offerte ad alcuni. Com'è stato notato, il 2348 garantisce la parità dei diritti, non ho diritto alla parità. Non sembra però disponibile ancora una teoria atta a fondare un principio generale di parità di trattamento da regolare tutte le ipotesi di possibili disparità. Per le società i cui titoli sono quotati in borsa, la regola più incisiva nel 2348 e attualmente contenuta nel 92 tuf: *gli emittenti quotati assicurano il medesimo trattamento a tutti portatori degli strumenti finanziari quotati che si trovino in identiche condizioni.*

PEGNO, USUFRUTTO E SEQUESTRO DI AZIONI

Il 2352 disciplina le ipotesi di pegno, usufrutto e sequestro di azioni prevedendo che *il diritto di voto spetta, salvo convenzione contraria, al creditore pignoratizio o all'usufruttuario. Nel caso di sequestro delle azioni il diritto di voto è esercitato dal custode.*

Se le azioni attribuiscono un diritto di opzione, questo spetta al socio ed al medesimo sono attribuite le azioni in base ad esso sottoscritte. Qualora il socio non provveda almeno tre giorni prima della scadenza al versamento delle somme necessarie per l'esercizio del diritto di opzione e qualora gli altri soci non si offrano di acquistarlo, questo deve essere alienato per suo conto. Nel caso di aumento del capitale sociale ai sensi dell'[articolo 2442](#), il pegno, l'usufrutto o il sequestro si estendono alle azioni di nuova emissione.

Se sono richiesti versamenti sulle azioni, nel caso di pegno, il socio deve provvedere al versamento delle somme necessarie almeno tre giorni prima della scadenza; in mancanza il creditore pignoratizio può vendere le azioni nel modo stabilito dal secondo comma del presente articolo. Nel caso di usufrutto, l'usufruttuario deve provvedere al versamento, salvo il suo diritto alla restituzione al termine dell'usufrutto.

Se l'usufrutto spetta a più persone, si applica il secondo comma dell'[articolo 2347](#).

Quanto agli altri diritti di natura amministrativa, diversi dal diritto di voto, l'ultimo comma dell'articolo in questione prevede

che in mancanza di diversa imposizione contenuta nel titolo con il provvedimento che ha concesso il sequestro, e si rispettino, nel caso di sequestro al custode nel caso di pegno o di usufrutto, sia alle socio sia al creditore pignoratizio o all'usufruttuario. La norma lascia qualche perplessità. Esistono, infatti, diritti per i quali l'esercizio concorrente può non suscitare particolari problemi, altri per i quali qualche problema potrebbe porsi (ad esempio l'impugnazione delle delibere assembleari) e altri per i quali l'esercizio concorrente è indispensabile. Nel vigore della precedente disciplina era diffusa l'opinione che il diritto di voto, assegnato al titolare del diritto reale limitato, dovesse essere da questi esercitato rispettando gli interessi del proprietario. La tesi sembra conservare validità anche di fronte al nuovo testo del 2352. Spesso il creditore pignoratizio si riserva il diritto di voto attribuitogli dalla legge, ma non lo esercita, e lascia al socio la possibilità di esercitarlo in sua vece.