

# La Società per Azioni dai progetti di riforma alle ultime modifiche organiche: titoli, corpotate governance e vigilanza

**Sara Meloni**

**Luglio 2012**

© Luiss Guido Carli. La riproduzione è autorizzata con indicazione della fonte o come altrimenti specificato. Qualora sia richiesta un'autorizzazione preliminare per la riproduzione o l'impiego di informazioni testuali e multimediali, tale autorizzazione annulla e sostituisce quella generale di cui sopra, indicando esplicitamente ogni altra restrizione

**LA SOCIETÀ PER AZIONI DAI PROGETTI DI RIFORMA  
ALLE ULTIME MODIFICHE ORGANICHE.  
TITOLI, CORPORATE GOVERNANCE E VIGILANZA**

Il presente elaborato riproduce la Tesi di Laurea discussa alla fine del corso di studi in Giurisprudenza, presso la Luiss Guido Carli, in data 13 Aprile 2012. In aggiunta, le modifiche inerenti le novità legislative recentemente intercorse.

<b>INTRODUZIONE</b>	1
---------------------	---

## **CAPITOLO I**

### *AZIONI, OBBLIGAZIONI E STRUMENTI FINANZIARI*

1. Nominatività e intestazione delle azioni	11
2. Le azioni e i vincoli a trasferimento	15
3. Le azioni di risparmio e le altre categorie di azioni	22
4. Il diritto di opzione e i casi di esclusione	42
5. Le obbligazioni e i nuovi limiti di emissione	52
6. Le obbligazioni convertibili in azioni	62
7. L'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi	69

Tavola sinottica: *Nominatività delle azioni*

Tavola sinottica: *Azioni di risparmio*

Tavola sinottica: *Diritto di opzione*

Tavola sinottica: *Obbligazioni convertibili in azioni*

## **CAPITOLO II**

### *CORPORATE GOVERNANCE*

1. Il governo della società nella codificazione del 1942: le principali criticità codicistiche del modello originario	119
2. I progetti e le proposte di modifica del collegio sindacale: un parziale abbandono della nomina assembleare	123
3. I modelli di gestione dualistico e monistico: l'attenuazione del principio corporativo e il rischio di arbitraggio	133
4. La disciplina della delega amministrativa	143
5. Segue: la delega ed i flussi informativi tra deleganti e delegati. L'introduzione del principio dell'agire in modo informato	153

Tavola sinottica: *Composizione e nomina del collegio sindacale*

Tavola sinottica: *Amministrazione della società*

### **CAPITOLO III**

#### *LA VIGILANZA*

1. I progetti di riforma e la proposta di costruire un organismo di vigilanza 173
2. La legge 216/74: l'istituzione della Commissione Nazionale per le società e la Borsa 186
3. I modelli di vigilanza 192
4. Segue: l'evoluzione dei modelli di vigilanza e gli indirizzi comunitari 209

Tavola sinottica: *Vigilanza governativa*

Tavola sinottica: *Poteri dell'organo di vigilanza*

**BIBLIOGRAFIA** 223

## INTRODUZIONE

Nel 1942, all'emanazione del codice civile, la società per azioni era “unica”, sotto tutti gli aspetti: le medesime regole erano previste per le società a conduzione familiare, così come per le società di grandi dimensioni. Ben presto, a metà degli anni '50, si avvicendarono progetti di riforma che tentarono di innestare modifiche che, tuttavia, faticarono a diventare diritto positivo. Fu proprio grazie a questi progetti, però, che molti cambiamenti si tradussero in diritto certo.

Il primo, che segnò un punto di svolta e di riferimento, fu il progetto Ascarelli<sup>1</sup>. Nel 1956, infatti, Tullio Ascarelli, dopo aver fondato la *Rivista delle Società*, propose – pubblicandolo sulla stessa – un progetto di legge in tema di società e di intese industriali<sup>2</sup>. Tale progetto, organizzato in meno di venti articoli, fu poi ripreso – oltre che presentato integralmente – in sede parlamentare dagli onorevoli La Malfa e Lombardi, nella seduta del 12 Settembre 1958<sup>3</sup>. L'intento

---

<sup>1</sup> Il progetto Ascarelli, congiuntamente al progetto della commissione De Gregorio, sono pubblicati, con le relative Relazioni introduttive, nel volume SCOTTI CAMUZZI, S., *La Riforma delle Società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, Giuffrè, Milano, 1966, rispettivamente a p. 51 e p. 263.

<sup>2</sup> La versione integrale del testo si può leggere in VALSECCHI, E., (a cura di), *Leggi e Documenti, Rivista delle Società, Giuffrè*, Milano, 1956, 599

<sup>3</sup> Il progetto Ascarelli fu presentato una prima volta al Parlamento il 21 Dicembre 1956, per iniziativa dei deputati Villabruna, La Malfa, Lombardi e altri, con

## *Introduzione*

era quello di depurare la disciplina delle società per azioni da quelle degenerazioni che, nei decenni precedenti, l'avevano resa "uno strumento supercapitalistico, al fine di restituirle la fisionomia di strumento essenziale nella raccolta di capitali destinati ad alimentare imprese di grandi o grandissime dimensioni"<sup>4</sup>.

Pochi anni dopo, nel 1959, fu istituita presso il Ministero dell'Industria e del Commercio, una Commissione di Studi presieduta dal Ministro Colombo e, in sua vece, dal Professore Santoro Passarelli, che elaborò una Relazione sul tema delle società per azioni, pubblicata nel 1964<sup>5</sup>.

---

modificazioni del solo articolo 16, tendenti a precisare il contenuto delle relazioni degli amministratori e dei sindaci delle società quotate in borsa, nonché con l'aggiunta di una disposizione (che diventava l'art. 17 del progetto) intesa ad introdurre (sempre per le società quotate in borsa) l'obbligo di relazioni degli amministratori e dei sindaci relative al primo semestre dell'esercizio sociale. L'iniziativa non ebbe seguito, ed il progetto, decaduto, fu ripreso nella successiva legislatura e presentato alla Camera dagli on. La Malfa e Lombardi (proposta di legge n.247 del 12 Settembre del 1958), sempre in connessione con il progetto di legge antimonopolistica. La discussione di questi progetti fu demandata, prima in sede referente, poi in sede legislativa alla commissione speciale per l'esame dei provvedimenti concernenti la tutela della libertà di concorrenza, la quale però, mentre in sede legislativa giunse alla formulazione di un testo di progetto riguardante la tutela della concorrenza, non affrontò la questione della riforma della società per azioni, e ciò nonostante le ripetute sollecitazioni dell'on. Lombardi.

<sup>4</sup> MESSINEO, F., *Due disegni di legge in tema di società*, in *Rivista delle Società*, 1956, Milano, Giuffrè, 645.

<sup>5</sup> SCOTTI CAMUZZI, S., (a cura di), *La Riforma delle Società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, Giuffrè, Milano, 1966, 31. Come viene specificato nella

## *Introduzione*

Considerato il breve tempo a disposizione, la commissione decise di soffermarsi solo sulle problematiche che richiedevano una improrogabile riforma legislativa e che erano essenzialmente il risultato di una disciplina giuridica inadeguata rispetto alla realtà economica evolutasi con crescente rapidità. Tali problematiche riguardavano le società per azioni che raccoglievano capitali facendo appello al pubblico risparmio ed erano dovute all'inadeguatezza di regole uniche valevoli per tutte le società per azioni, sia per quelle il cui numero di azionisti era assai limitato e atto a far permanere l'*affectio societatis*, sia per quelle di grandissime dimensioni.

La Commissione, unita nell'analisi critica dell'allora disciplina delle società per azioni, non raggiunse però tesi unanimemente condivise e la Relazione presentata riportò fedelmente i contrasti emersi<sup>6</sup>. Ciò nonostante, l'importanza del lavoro svolto, che non sfociò in un progetto vero e proprio, è evidente: fu alla base di alcune importanti innovazioni contenute nel successivo progetto De Gregorio, così come richieste e accolte nell'Accordo Programmatico di Governo.

---

relazione introduttiva del progetto, "La commissione svolse i suoi lavori nel più stretto segreto d'ufficio, tanto che le sue conclusioni, presentate al Ministro già nel 1961, non furono rese ufficialmente note che nel 1964"

<sup>6</sup> Si legge nella Relazione presentata: "Una parte della commissione ritiene che la situazione prospettata sia irreversibile e imponga modifiche sostanziali nella struttura dell'azionariato e correlativamente, nel sistema dei controlli; mentre un'altra parte della commissione è dell'avviso che la situazione possa essere regolata con innovazioni che non alterino essenzialmente l'attuale struttura".

## *Introduzione*

Nelle more della pubblicazione della predetta Relazione, fu istituita una nuova commissione, in attuazione del Programma di Governo e delle indicazioni fissate per il Piano Economico dal Ministro per l'Industria e il Commercio. L'incarico doveva portare all'elaborazione di uno schema di disegno di legge per la riforma della disciplina delle società commerciali, da sottoporre alla discussione degli organi costituzionali <sup>7</sup>.

La commissione, presieduta dal Prof. De Gregorio <sup>8</sup> – a differenza della precedente commissione Santoro Passarelli – era vincolata alle direttive contenute nell'Accordo Programmatico dei partiti governativi. L'obiettivo da perseguire era comunque l'adeguamento della disciplina della società per azioni alle esigenze derivanti dall'appello al risparmio di massa. Ciò voleva dire individuare forme di partecipazione nuove, con diritti e poteri differenziati, che tenessero conto delle diverse finalità ed esigenze delle categorie dei risparmiatori.

Anche questa commissione, sotto il profilo tecnico-legislativo, non elaborò un testo organico di riforma dell'intera disciplina delle società per azioni ma si limitò a dettare norme da

---

<sup>7</sup> SCOTTI CAMUZZI, S., *La Riforma delle Società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, Giuffrè, Milano, 1966, 50.

<sup>8</sup> La commissione era anche composta da: Auletta G., Belli G., De Angelis., De Gennaro G., Ferri G., Giannotta M., Micheli G. A., Santoro Passarelli F., Scarpello G., Stammati G., Visentini B.

## *Introduzione*

inserire nell'articolato del codice, le cui disposizioni – ad eccezione di quelle indicate nell'art 129 del progetto – non venivano abrogate.

Nel 1967 una commissione ministeriale, nota come commissione De Gennaro-Visentini<sup>9</sup>, ebbe il compito di rielaborare il precedente progetto. Come negli altri progetti, anche in questo caso l'esigenza di fondo era di ammodernamento della vigente normativa, allo scopo di renderla maggiormente aderente all'evoluzione della realtà economico-sociale.

Il testo del progetto De Gregorio fu ampiamente rielaborato. Da un punto di vista formale, i titoli in cui era suddiviso il progetto passarono da sette a otto; il numero degli articoli da centotrenta a centocinquanta. Su un piano sostanziale, lo schema, pur rispecchiando ancora nei suoi fondamenti il primitivo testo ministeriale, tenne conto – solo in parte – delle proposte del Cnel<sup>10</sup> e di quelle che furono nel frattempo avanzate in altre sedi specializzate<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> La commissione interministeriale era composta da: De Gennaro G., Ferri G., Giannini M.S, Graziani A., Mengoni A., Oppo e Visentini B.

<sup>10</sup> Nel 1966 il Cnel venne chiamato ad esprimere una valutazione sulla proposta ministeriale.

<sup>11</sup> Intervenne sul tema, con due relazioni, Guido Carli. È possibile leggere gli interventi in “*L'opinione del Governatore della Banca D'Italia sul progetto di Riforma*”, in DE GENNARO, G., MIGNOLI, A. (a cura di), in *Raccolta di testi e documenti della Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 1966. Nel primo intervento, estratto dal discorso tenuto in occasione della “Giornata Mondiale del Risparmio”, il 29 ottobre del 1965, il Governatore sottolinea come “il progetto di riforma [...]”

## *Introduzione*

Alcune innovazioni toccarono il progetto nel suo complesso: nello specifico, “fra le modificazioni subite dalle diverse parti del progetto, compaiono due novità di particolare importanza. La prima consiste nella soppressione dell’impugnabilità delle deliberazioni assembleari per eccesso di potere, prevista in alcuni casi dallo schema ministeriale. Il progetto del Comitato dei Ministri vi sostituisce ora una impugnativa generale per violazione della buona fede, accogliendo in tal modo quanto auspicato dal Cnel. La seconda importante innovazione riguarda l’abbandono della nomina esterna del presidente del collegio sindacale – da parte del tribunale, o, per le società ammesse alla quotazione in borsa, da parte dell’organo di vigilanza. In particolare, anziché nominare i sindaci, è prevista la facoltà per l’assemblea di affidarne le funzioni a società di revisione specialmente abilitate e controllate dall’organo di vigilanza. Le società di revisione hanno quindi, nel nuovo testo, una più ampia e autonoma disciplina rispetto alle società fiduciarie”<sup>12</sup>.

Altre modifiche ebbero, invece, una portata relativamente minore.

---

accoglie un principio, ampiamente applicato nelle legislazioni straniere, secondo il quale la tutela dei soci è affidata in larga misura al diritto di informazione analitica sull’attività sociale. Ma contiene anche informazioni che non possono non fare adito a perplessità da parte di quanti siano solleciti a mantenere un ordinamento nel quale l’attività imprenditoriale esercitata per mezzo della società per azioni sia libera di svolgersi nella pienezza della responsabilità degli amministratori”.

<sup>12</sup> E’ possibile leggere il testo completo della relazione in Rivista delle Società, Giuffrè, Milano, 1966, 125.

## *Introduzione*

A titolo di esempio, ci si riferisce allo spostamento del limite minimo di capitale sociale da duecento a cento milioni, ad alcune piccole modifiche in tema di obbligazioni convertibili, di diritto di opzione, di oggetto sociale, di informazione dei soci e dei terzi.

Prima di arrivare all'emanazione della L. 216 del 1974, furono elaborati altri due progetti. Questi ultimi, tuttavia, avevano alla base interessi diversi rispetto a quello della sistemazione più ampia della disciplina societaria, che, invece, aveva ispirato sia il progetto De Gregorio sia il progetto De Gennaro-Visentini<sup>13</sup>. Si tratta della proposta di legge Lombardi del 1972 e, in ultimo, del progetto Marchetti del 1973, che sfocerà poi nella Mini Riforma del 1974. Sarà questo il primo intervento legislativo effettivo, dopo quello del 1942, in tema di diritto societario.

---

<sup>13</sup> COTTINO, G., *La commissione per la società e la borsa: luci ed ombre della mini-riforma*, Giuffrè, Milano, 1974, 439. L'autore spiega il motivo dello stacco temporale intercorso tra l'ultimo progetto di riforma e l'emanazione della legge 216, nel 1974. "Da lustri la riforma delle società per azioni è in cantiere. Sembrava dovesse andare in porto con la redazione dello schema De Gregorio. Vi fu allora, tutti ricorderanno, un ampio dibattito dottrinale, culminato nel convegno di Venezia nel Settembre del 1966 [...] Invece la riforma si è arenata, secondo un costume ricorrente nella vita politica italiana; il progetto ha dormito per anni sonni tranquilli in qualche cassetto ministeriale sinché nel 1972, su iniziativa del partito socialista, veniva presentata la proposta di legge Lombardi, che si ispirava in parte al progetto De Gregorio e tendeva – così dice la relazione – ad incidere positivamente su alcuni dei punti sui quali la modifica della disciplina vigente appare più necessaria e più urgente, prefigurando le linee essenziali di un più larga riforma".

## *Introduzione*

\*\*\*

Oggetto della presente indagine sarà la comparazione di tre macro-aree: la prima parte del lavoro sarà dedicata all'analisi delle azioni e delle obbligazioni, con un richiamo ai nuovi mezzi di raccolta di capitali introdotti dal legislatore del 2003; si affronterà poi la tematica della corporate governance; in ultimo, quella della vigilanza.

Si cercherà di capire, di volta in volta, se e quanto i progetti di riforma abbiano costituito una base di partenza per le modifiche apportate dal legislatore delegato.

L'analisi si fonderà su un'astrazione piuttosto marcata, in favore di una ricostruzione evoluzionistica degli istituti, propedeutica alla comparazione.

Per agevolare la lettura dei contenuti, al termine di ogni capitolo, e quindi a conclusione dell'esame per macro aerea, saranno predisposte delle tavole sinottiche, contenenti i testi a fronte con le proposte dei Progetti e le disposizioni attualmente vigenti.

---

# CAPITOLO I

## AZIONI, OBBLIGAZIONI E STRUMENTI FINANZIARI

1. NOMINATIVITÀ E INTESTAZIONE DELLE AZIONI
2. LE AZIONI E I VINCOLI AL TRASFERIMENTO: IN PARTICOLARE, LA CLAUSOLA DI GRADIMENTO
3. LE AZIONI DI RISPARMIO E LE ALTRE CATEGORIE SPECIALI DI AZIONI
4. IL DIRITTO DI OPZIONE E I CASI DI ESCLUSIONE
5. LE OBBLIGAZIONI E I NUOVI LIMITI DI EMISSIONE
6. LE OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI IN AZIONI
7. L'INTRODUZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI



# CAPITOLO I

## AZIONI, OBBLIGAZIONI E STRUMENTI FINANZIARI

### *1. LA NOMINATIVITÀ E L'INTESTAZIONE DELLE AZIONI*

Il codice civile del 1942 prevedeva che le azioni potessero essere nominative o al portatore, a scelta dell'azionista, se l'atto costitutivo non prevedeva la nominatività obbligatoria. Era questa una scelta di politica economica di particolare rilievo<sup>14</sup>. Lo stabiliva, nella sua formulazione originaria, l'art 2355 c.c., disponendo altresì che le azioni non potessero essere al portatore finché non fossero state interamente liberate.

L'alternativa fra azioni nominative ed azioni al portatore rimase, però, nelle pagine del codice. Prima della sua entrata in vigore, fu introdotta la nominatività obbligatoria dei titoli azionari. Esigenze di ordine fiscale, infatti, avevano indotto il legislatore ad introdurre, con il R.D. 25 ottobre 1941, n. 1148 (convertito con

---

<sup>14</sup> Le correnti dottrinarie sul tema erano contrapposte: i fautori della nominatività obbligatoria ne facevano una questione di giustizia tributaria. Non poteva abolirsi la nominatività obbligatoria senza violare la Costituzione, ex art. 53, secondo il quale tutti sono tenuti a concorrere alle spese pubbliche in ragione della loro capacità contributiva, e in ragione del fatto che il sistema tributario è informato a criteri di progressività. D'altra parte, invece, si sosteneva che la libera convertibilità al portatore fosse sorretta principalmente da ragioni di politica economica, che avevano reso l'azione al portatore il titolo azionario con la forma più gradita e rispondente alle esigenze dei piccoli risparmiatori.

modifiche nella legge 9 febbraio 1942, n.96), il regime della nominatività obbligatoria per tutti i titoli azionari emessi da società aventi sede nello Stato italiano e a disporre, per queste ultime, la sospensione dell'applicazione delle norme del libro V del codice civile relative alle azioni al portatore.

Se nel progetto della commissione De Gregorio la nominatività delle azioni non fu oggetto di revisione, il progetto di riforma della commissione De Gennaro-Visentini ammise la sola nominatività delle azioni, senza alternative<sup>15</sup>.

Nel 1972, tuttavia, si espresse la necessità di sostituire la nominatività assoluta e obbligatoria, operando una distinzione che – ispirata a ragioni di politica economica generale – fosse basata su una differenziazione di fondo: per le azioni che prevedevano anche il diritto di voto sarebbe dovuta permanere la nominatività; nominatività che invece non era ritenuta necessaria per le azioni di risparmio – di cui si parlerà diffusamente in seguito - non accompagnate all'intenzione di governare la società<sup>16</sup>.

Benché la nominatività dei titoli fu, a fasi alterne, al centro del dibattito, nel 1974, con l'effettiva introduzione delle azioni di risparmio, si stabilì che questo particolare tipo di azioni potesse

---

<sup>15</sup> Si legga l'art. 6 del progetto De Gennaro-Visentini, che afferma: "Le azioni della società sono nominative": previsione che non ammette alternative.

<sup>16</sup> VISENTINI, B., *Intervista rilasciata a Panorama*, il 20 Luglio 1972, Milano.

essere anche al portatore<sup>17</sup>. Lo stesso regime venne previsto per le azioni emesse dalle SICAV, introdotte ad opera del D. Lgs. 84/92, in attuazione della direttiva CEE 85/611<sup>18</sup>.

Le stesse modifiche furono recepite dal TUF, che agli art. 45 e 145, rispettivamente per le azioni emesse da SICAV e per le azioni di risparmio, ammetteva la possibilità che fossero nominative o al portatore.

Ancora oggi, i primi due capoversi dell'art. 2343 c.c., ribadiscono la regola generale secondo cui, in linea di principio, i titoli azionari possono essere emessi in forma di titoli nominativi ovvero di titoli al portatore, a scelta dell'azionista, ammettendo i casi in cui, in deroga a tale possibile alternativa, viene richiesta la nominatività obbligatoria.

La prima di tali deroghe è prevista dal primo comma dell'art. 2354 c.c., secondo cui spetta ai soci, con apposita clausola dello statuto, conservare la possibilità di escludere il diritto di scelta dell'azionista e disporre che tutte le azioni siano necessariamente nominative<sup>19</sup>, in virtù dell'interesse organizzativo che per i soci

---

<sup>17</sup> Così recita l'art. 14 della L.216/74: "Le azioni di risparmio possono essere al portatore, salvo il disposto del secondo comma dell'art. 2355 del codice civile, e sono ammesse di diritto alla quotazione nelle borse in cui sono quotate le azioni ordinarie della società".

<sup>18</sup> CAPRIGLIONE, F., *L'ordinamento finanziario italiano*, 2010, Cedam, Padova, 496.

<sup>19</sup> Si ritiene in dottrina che tale esclusione delle facoltà di scelta dell'azionista sia a senso unico, nel senso cioè di imporre obbligatoriamente la nominatività di tutte le azioni, mentre lo statuto non potrebbe invece disporre che le azioni debbano

medesimi riveste la legge di circolazione della partecipazione azionaria.

L'altra eccezione si rinviene nel secondo comma dell'art. 2354 c.c., laddove stabilisce che “ finché le azioni non siano interamente liberate, non possono essere emessi titoli al portatore”. L'unico elemento che, a prima vista, sembrerebbe essere stato modificato, è costituito dal richiamo, operato al primo comma, alla “legislazione speciale”, della quale non si faceva menzione nella vecchia formulazione dell'art. 2355 c.c. Si constata, però, come questa possa considerarsi solo una modifica formale, avente l'unica funzione di conformare il principio della nominatività obbligatoria delle azioni sancito dalla Legge 9 Febbraio 1942, n. 96 e ribadito dalla riforma tributaria del 1974.

---

rimanere al portatore contro la volontà dei possessori dei titoli: in questo senso cfr. VISENTINI, B., *Azioni di società*, in Enciclopedia del diritto, Giuffrè, Milano, 1986, p. 996.

**2. LE AZIONI E I VINCOLI AL TRASFERIMENTO: IN PARTICOLARE,  
LA CLAUSOLA DI GRADIMENTO**

Il legislatore del 1942, innovando rispetto al codice del commercio, introdusse – seppur relegandolo al terzo comma dell’art 2355 c.c. – la possibilità, attraverso l’atto costitutivo, di sottoporre a particolari condizioni l’alienazione delle azioni nominative.

Una così generica formulazione normativa - che, a sua volta, rappresentava già il risultato del dibattito precedente all’entrata in vigore del codice<sup>20</sup> - portò, negli anni successivi, ad una vastissima dottrina sul tema<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> MOSCO, G.D., *Gradimento e controllo nelle società per azioni*, *Rivista delle società*, 1981, Giuffrè, Milano, 1210, osserva come già nell’art. 209 del progetto al codice, il Guardiasigilli segnalasse: “Si ammette [...] che l’atto costitutivo [...] possa inoltre, come la giurisprudenza ha ritenuto ammissibile anche sotto l’impero del codice attuale, sottoporre a particolari condizioni l’alienazione delle azioni nominative”.

<sup>21</sup> Per una ricognizione generale sul tema, così discusso in quegli anni: MOSSA, P., *Limiti alla circolabilità delle azioni*, in *Nuova Rivista di Diritto Commerciale*, 1947-1948, I, p. 109; ASCARELLI, T., *I limiti statutarî alla circolazione della posizione dell’azionista e la loro efficacia*, *Foro Pad.*, 1953, 1056; COTTINO, G., *Circolazione delle azioni e clausola di gradimento*, *Rivista delle società*, 1966, 320; TRIOLA, C., *I limiti statutarî alla circolazione delle azioni e la clausola di gradimento*, *Rivista del notariato*, 1974, Giuffrè, Milano, 1471; VERNARECCI DI FOSSOMBRONE, *In tema di “Agrèment” al trasferimento delle azioni nominative*, *Giustizia Civile*, 1954, I, 2065.

Per lungo tempo, le clausole di gradimento<sup>22</sup> furono considerate, da gran parte della dottrina, come un mezzo per assicurare una certa compattezza alla compagine sociale, consentendo al gruppo di controllo, attraverso l'esclusione di soci estranei, il perseguimento di una politica di gestione stabile e senza scosse<sup>23</sup>. I progetti di riforma ministeriale, però, si discostarono da tale orientamento.

Già il progetto De Gregorio, all'art. 6, stabiliva in modo chiaro che l'alienazione delle azioni non potesse essere subordinata al gradimento degli organi della società, prevedendo l'inefficacia di ogni contraria disposizione dell'atto costitutivo. Lo stesso principio

---

<sup>22</sup> Si specifica che per quello che rileva in questa sede, si tratterà delle sole clausole di gradimento perché uniche a cui si riferisce la norma codicistica analizzata. Non si può tralasciare il richiamo, però, di altri due tipi di vincolo importante: le clausole di prelazione e le clausole di riscatto. Le clausole di prelazione impongono al socio, che intenda vendere le azioni, di offrirle preventivamente agli altri soci e di preferirli ai terzi a parità di condizioni. La proposta di acquisto indirizzata ai soci beneficiari del patto di prelazione dovrà quindi specificare il prezzo offerto dai terzi, nonché le altre modalità rilevanti del contratto che si intende concludere con lo stesso. Questo tipo di clausole consentono di impedire l'ingresso in società di soci non graditi, senza precludere all'azionista che ne voglia uscire di realizzare il valore economico della sua partecipazione. Sono invece clausole di riscatto, espressamente previste e disciplinate, quelle che prevedono un potere di riscatto delle azioni da parte della società o dei soci al verificarsi di determinati eventi (art. 2347 *sexies*). Ad esempio, in caso di morte dell'azionista, al fine di evitare che subentrino gli eredi.

<sup>23</sup> Il gradimento, scrive ASQUINI, A., *Rivista delle società*, Giuffrè, Milano, 1966, 328, "è autodifesa dell'interesse sociale, non dell'interesse dei singoli soci..."

era ripreso dall'art. 7 del progetto successivo. Veniva così proposta l'inammissibilità di questo tipo di clausole<sup>24</sup>.

Anche il giudizio del Cnel fu di vivo plauso per i principi ispiratori del progetto relativamente a questo tema<sup>25</sup>. Stessa posizione assumeva, con una formulazione lievemente differente, il progetto De Gennaro-Visentini. Nella relazione introduttiva, infatti, si legge che "le clausole di gradimento tendono, in sostanza, ad attribuire una

---

<sup>24</sup> VISENTINI, B., *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma, Relazione Replica al Convegno Internazionale di studio sulla riforma delle società per azioni, Venezia, 6-7-8 Ottobre 1966*, in *Rivista delle società*, Giuffrè, Milano, 1967, 38, l'autore esprime una posizione netta, affermando che: "Le clausole che subordinano il trasferimento delle azioni – o più esattamente, secondo quanto avviene oggi, l'esercizio dei diritti di amministrazione, e in particolare del voto – all'autorizzazione del consiglio di amministrazione, non sono ammissibili. Esse costituiscono un mezzo con il quale chi detiene l'amministrazione della società può conservarla anche dopo che sia diventato minoranza. Esse quindi sono contro i principi elementari del sistema. Né vale invocare una pretesa autonomia contrattuale, perché l'autonomia contrattuale vale nei limiti in cui essa non sconvolge il sistema, del quale norme cogenti devono assicurare l'osservanza".

<sup>25</sup> Nel parere del Cnel, si legge: "Nella valutazione della misura, accolta dal progetto, di una totale soppressione della validità della clausola di gradimento (art. 6 che pone una inefficacia assoluta del patto come contrario alla legge), il Cnel non ha mancato di soppesare da un lato le ragioni di senso contrario che sono state avanzate per agevolare una più sciolta circolazione delle azioni, dall'altro i motivi, talora ben validi, che giustificano un freno al trasferimento, a garanzia di stabilità del possesso azionario contro intrusioni non gradite e dannose[...]. Tuttavia ha finito per prevalere la tesi favorevole al mantenimento della norma, così come è posta, anche per escludere in radice ogni discussione in ordine alla valutazione delle conseguenze derivanti dalla inosservanza del divieto."

posizione di inamovibilità e di mancanza di controllo a favore di coloro che stanno al comando della società: attraverso esse, i gruppi di comando vogliono rafforzare la loro posizione, estraniando dalla vita societaria le minoranze dissidenti e bloccando ogni possibile articolazione della direzione di impresa”<sup>26</sup>.

A seguito delle modifiche organiche del 2003, l’art. 2355 *bis* c.c. detta, invece, una disciplina innovativa e dettagliata delle facoltà concesse alle società di limitare la circolazione delle azioni. Il legislatore, affrontando in parte le problematiche che erano state al centro dei precedenti dibattiti dottrinari, distingue vari profili: chiarito che queste limitazioni non possono riguardare le azioni di risparmio, al primo comma attribuisce alla società la facoltà di vietare temporaneamente<sup>27</sup> il trasferimento dei titoli, dettando, poi, ai commi successivi, una disciplina specifica delle clausole di gradimento.

---

<sup>26</sup> Questo il contenuto della Relazione che accompagnava il “*Nuovo testo dello schema di disegno di legge sulla riforma della disciplina delle società commerciali*” in *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 1967, 350

<sup>27</sup> Il primo comma dell’art. 2355 prevede la possibilità di vietare il trasferimento delle azioni per un periodo non superiore a cinque anni, dal momento della costituzione della società o dalla data di introduzione delle limitazioni stesse. La norma è piuttosto innovativa, in quanto attribuisce alla società una facoltà di cui prima risultava essere priva. La ratio sottesa alla previsione di un limite temporale è ravvisabile nell’esigenza di impedire che l’azionista rimanga “prigioniero del proprio investimento”; così BONFANTE, G., CORAPI, D., MARZIALE, G., RORDOF, R., SALAFIA, V., (a cura di) *Codice Commentato delle società*, Ipsoa, Milano, 2007, 180.

Alla generale categoria delle clausole di gradimento sono ricondotte due tipologie differenti: clausole che richiedono in capo all'acquirente delle azioni il possesso di alcuni requisiti – che potremmo definire oggettivi – oppure clausole che subordinano l'efficacia del trasferimento nei confronti della società all'espressione di un mero *placet* da parte di un organo societario, di solito il consiglio di amministrazione<sup>28</sup>.

Queste ultime, c.d. clausole di mero gradimento, avevano suscitato perplessità sempre maggiori, già nel 1985, quando se ne era decretata l'inefficacia. Prima dell'emanazione dell'art. 22 della legge n. 281/1985, infatti, era molto discussa la validità di tali clausole. Si affermava, specie in giurisprudenza, che “ammettendo che l'atto costitutivo potesse sottoporre a particolari condizioni l'alienazione delle azioni si veniva a creare un implicito divieto di clausole sancenti l'esclusione incondizionata dell'alienazione, in assenza di appositi correttivi, dovendosi ritenere inefficace la delibera con la quale veniva rifiutato il *placet*, senza la contestuale designazione di

---

<sup>28</sup> La nozione di mero gradimento non viene fornita dal legislatore. Toccherà all'interprete individuarla, potendosi avvalere dei risultati raggiunti in passato. In breve, il gradimento può dirsi mero quando rimesso alla discrezionalità illimitata, cioè non vincolata, di un soggetto appartenente alla società. Non si ha gradimento mero, invece, quando la valutazione sull'ammissione dell'aspirante socio debba essere condotta secondo parametri prestabiliti nello statuto sociale, i quali limitino o guidino l'arbitrio, né quando il gradimento sia rimesso ad un soggetto *estraneo* alla società, diverso da un organo sociale, da un socio o da un componente dell'organo sindacale.

altro acquirente in luogo di quello non gradito”<sup>29</sup>. Il legislatore, con l’art. 22 della legge 4 giugno del 1985, recepì il nuovo orientamento della Suprema Corte di Cassazione, disponendo che sarebbero state inefficaci le clausole di gradimento degli atti costitutivi delle società per azioni, le quali subordinavano gli effetti del trasferimento delle azioni al mero gradimento degli organi sociali.

A seguito delle modifiche introdotte nel 2003, è invece possibile inserire nell’atto costitutivo le clausole che subordinano il trasferimento al mero gradimento (*placet*) degli organi sociali, a patto che – in caso di rifiuto del gradimento – sorga un obbligo di acquisto a carico dei soci o della società, oppure si dia la possibilità all’alienante di esercitare il diritto di recesso<sup>30</sup>. Oggi il discrimine tra gradimento e mero gradimento passa per l’insindacabilità del *placet* e infatti non valgono di per sé a qualificare la clausola come di mero

---

<sup>29</sup> Cassazione, 15 maggio 1978, n. 2365

<sup>30</sup> CAMPOBASSO, G., *Diritto delle società, II volume*, Utet, Milano, 2009, 242, afferma che “un’antipatia via via crescente hanno suscitato le clausole di mero gradimento, per il timore, non del tutto infondato, che tali clausole possano costituire strumento di abuso a danno dei soci estranei al gruppo di comando rendendoli prigionieri della società. E tali preoccupazioni hanno convinto lo stesso legislatore che è intervenuto sul punto dapprima nel 1985 decretando l’inefficacia delle clausole di mero gradimento (art. 22 legge 281/1985) e poi con la riforma del 2003 temperando il relativo divieto. L’attuale disciplina consente infatti l’inserimento nell’atto costitutivo di clausole che subordinano il trasferimento, anche a causa di morte, delle azioni di mero gradimento di organi sociali o di altri socie se prevedono, in caso di rifiuto del gradimento, un obbligo di acquisto a carico delle società o degli altri soci, oppure il diritto di recesso dell’alienante.

gradimento né l'espressione di una motivazione al suo diniego, né la previsione di correttivi esterni, quali ad esempio l'obbligatoria indicazione di un acquirente gradito. La clausola di mero gradimento non consente al socio di programmare il disinvestimento, perché egli non è in grado di formulare una prognosi sulla concessione del *placet* né di individuare con relativa sicurezza un acquirente che possa ottenere l'iscrizione nel libro dei soci<sup>31</sup>, fermo restando che deve esser previsto il recesso o l'obbligo di riacquisto che limitano fortemente questo aspetto.

---

<sup>31</sup> Si legga MAFFEI ALIBERTI, A., *Commentario breve al diritto delle società*, commento all'art. 2348, Cedam, Milano, 2011, 394

### **3. LE AZIONI DI RISPARMIO E LE ALTRE CATEGORIE SPECIALI DI AZIONI**

Il tratto essenziale delle azioni di risparmio è rappresentato dalla mancanza del diritto di voto, a cui vengono associati, come contrappeso, dei privilegi patrimoniali. A ciò si aggiunge che tali azioni rappresentano una tipologia di investimento per il pubblico degli “azionisti risparmiatori” e possono essere emesse solo da società quotate.

Nell’intenzione del legislatore, le azioni risparmio avrebbero dovuto attrarre soprattutto gli investitori che non desideravano partecipare alla gestione dell’impresa, non avendo nessun interesse ad esercitare il diritto di voto: quale contropartita della loro impossibilità di influire sulla gestione sociale, essi avrebbero ottenuto dalla legge una speciale protezione, sia quanto alla ripartizione degli utili, sia quanto alla partecipazione alle perdite. Con queste particolari caratteristiche, le azioni di risparmio intendevano assumere sul mercato finanziario un ruolo diverso da quello delle altre azioni e delle obbligazioni, anche convertibili.

La categoria di azioni in esame, non contemplata nell’impianto originario del codice, fu menzionata per la prima volta nella relazione della commissione di Studio Santoro Passarelli. Il sistema che la commissione propose era caratterizzato dalla facoltà<sup>32</sup>,

---

<sup>32</sup>VISENTINI, B., *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma, Relazione Replica al Convegno Internazionale di studio sulla riforma*

data alle società, di emettere azioni che non avessero diritto di voto, ma fossero dotate, al contempo, di rafforzati diritti patrimoniali e di un efficiente sistema di controllo.

La soluzione, così proposta, tuttavia, non era molto dissimile dalle azioni privilegiate previste nel codice. Secondo l'art. 2351 c.c. Il co., infatti l'atto costitutivo poteva stabilire che le azioni privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale allo scioglimento della società avessero diritto di voto soltanto nelle deliberazioni previste nell'art. 2365 c.c.

Anche la categoria delle azioni privilegiate con voto limitato prevedeva un contrappeso tra la restrizione dei diritti amministrativi e il privilegio concesso; tale privilegio poteva muoversi in due direzioni: poteva, infatti, avere ad oggetto sia la partecipazione agli utili, sia la partecipazione al riparto in sede di liquidazione. Più precisamente tale privilegio poteva essere accrescitivo – qualora

---

*delle società per azioni, Venezia, 6-7-8 Ottobre 1966, in Rivista delle società, Giuffrè, Milano, 1967., Come ebbe modo di argomentare l'autore., non si “impone alla società l'emissione di azioni di risparmio. Né si prevede che possa in alcun modo essere imposta agli attuali azionisti titolari di azioni con voto pieno o di azioni con voto limitato la conversione in azioni di risparmio. Si prevede una conversione volontaria, se le società vorranno proporla agli azionisti, nei limiti e con le garanzie della legge. [...] ciascuna società potrà valutare le opportunità o meno di ricorrere alle azioni di risparmio: e ciascun azionista, per quanto riguarda le azioni esistenti, potrà scegliere fra il conservarle o il convertirle, e per quanto riguarda le nuove emissioni, potrà sottoscriverle o vendere i diritti di opzione secondo la sua convenienza”.*

avesse riguardato l'entità dei dividendi – oppure diminutivo se riferito alla partecipazione alle perdite.

In ambedue i casi, l'entità dello stesso non era normativamente prestabilita, fermo restando il rispetto del limite imposto dall'art. 2265 c.c. di divieto del patto leonino.

La differenza tra azioni privilegiate e azioni di risparmio, allora, risiedeva solo nella limitazione assoluta del diritto di voto, sottesa alla struttura dell'azione di risparmio, a fronte invece di una limitazione parziale del diritto di voto nelle azioni privilegiate *ex art. 2351 II co., c.c.*<sup>33</sup>

Stante una differenza così minima, la Commissione si “spaccò”: parte di essa sottolineava la necessità di introdurre il nuovo strumento, mentre i fautori della tesi opposta ritenevano sufficiente le disposizioni codicistiche in materia di azioni privilegiate.

Il Progetto della Commissione De Gregorio, sottolineando l'utilità delle azioni di risparmio, ne immaginò una disciplina

---

<sup>33</sup> GROSSO, P., *Categorie di azioni ed assemblee speciali. Il diritto italiano nel contesto comunitario*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, 1999, Milano, Giuffrè, 63, dove l'autrice afferma che “ Ai sensi dell'art. 2351, II co., non possono essere emesse azioni privilegiate con la soppressione totale del voto in ogni deliberazione dell'assemblea straordinaria, per quanto alto e consistente sia il privilegio patrimoniale loro assegnato. Non si tratta di un divieto ontologico o concettuale; sono pensabili infatti azioni privilegiate sprovviste di ogni diritto di voto, ma allora ricadono totalmente nella categoria dia zioni di risparmio”.

dettagliata<sup>34</sup>. Le proposte in tal senso erano finalizzate all'attuazione di un sistema di privilegi concreti che sino ad allora erano stati solo accennati. Anche il Progetto della Commissione De Gennaro-Visentini mosse dalle stesse premesse, avendo lucidamente chiaro che la soluzione preferibile non consisteva nella necessaria partecipazione degli azionisti risparmiatori alla gestione sociale, ma che si sarebbe dovuta percorrere una diversa via, tenendo compiutamente conto delle differenze sussistenti tra le diverse tipologie di investitori<sup>35</sup>. Secondo Visentini, infatti, la “democrazia societaria” – intendendo con tale locuzione la possibilità di far

---

<sup>34</sup> Mentre la commissione Santoro Passarelli era stata lasciata, sostanzialmente, libera di delineare le linee essenziali del proprio lavoro, la commissione De Gregorio era rigidamente vincolata alle direttive contenute nel programma di governo. Ed è proprio il programma del 1963 che spingeva la commissione all'introduzione delle azioni di risparmio e alla configurazione di un organo di vigilanza per le società quotate in borsa.

<sup>35</sup> VISENTINI, B., *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma, Relazione Replica al Convegno Internazionale di studio sulla riforma delle società per azioni, Venezia, 6-7-8 Ottobre 1966*, in *Rivista delle società*, Giuffrè, Milano, 1967, 38, afferma infatti che: “è illusorio pensare di poter portare all'esercizio attivo del voto e al controllo della gestione sociale le masse dei piccoli e medi azionisti risparmiatori o speculatori che, come ho detto precedentemente, investono nella borsa e non nella società. È illusorio, e sarebbe pericoloso. Perché questi azionisti hanno un unico interesse che può essere diverso da quello dell'impresa sociale: l'interesse a dividendi elevati, per aver maggiore reddito e soprattutto per vedere salire le quotazioni di borsa; e perché non sarebbero in grado di dare alcuna consapevole partecipazione alle deliberazioni sociali, non per incapacità personale, ma per le caratteristiche del loro investimento in azioni...”.

partecipare l'eterogenea massa degli azionisti alla vita attiva della società – non doveva rappresentare la via da seguire. Era, al contrario, necessario prevedere discipline differenti nei confronti delle diverse categorie di azioni, avendo ben presenti le finalità che si sarebbero volute raggiungere. Nel caso della azioni di risparmio, l'obiettivo non era quello di togliere il voto ad alcuni azionisti<sup>36</sup>, ma di fornire garanzie idonee e concrete a questo tipo di azionisti.

Al fine di rendere effettive tali garanzie, fu, allora, prevista, l'attribuzione alle azioni di risparmio di un dividendo nella misura prestabilita del 5% e fu altresì previsto che, qualora in un esercizio tale dividendo non fosse stato distribuito, nell'esercizio successivo si

---

<sup>36</sup> Secondo VISENTINI, *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma, Relazione Replica al Convegno Internazionale di studio sulla riforma delle società per azioni, Venezia, 6-7-8 Ottobre 1966*, in *Rivista delle società*, Giuffrè, Milano, 1967. 39, un punto di vista tale, trascura due elementi di tutta evidenza: 1) nel codice civile (ci si riferisce all'originaria formulazione) erano già previste azioni prive di voto nelle assemblee ordinarie, ex art 2351 II co., c.c. tra l'altro già emesse da importanti società come la Fiat e l'Olivetti; 2) “La disciplina attuale delle azioni con voto limitato, nel mantenere ad esse il voto nelle assemblee straordinarie e nel conservare il diritto di intervento in tutte le assemblee, sembra presupporre un azionista attivo e vigilante, il quale, se non ne fosse escluso, eserciterebbe il voto anche nell'assemblea ordinaria. Essa configura quindi la esclusione del voto nelle assemblee ordinarie come la limitazione di un diritto che altrimenti l'azionista eserciterebbe. La norma del progetto, invece, prende le mosse dalla constatazione che vi sono larghissime categorie di azionisti risparmiatori che non fanno e non vogliono partecipare all'esercizio del voto e delle assemblee, perché il loro investimento in azioni ha caratteri e finalità diverse”.

sarebbe dovuto attribuire in via prioritaria il dividendo privilegiato dell'esercizio medesimo, nonché quanto non assegnato negli esercizi precedenti.

Le azioni di risparmio ricomparvero anche nel Progetto Marchetti, che, rispetto al precedente, si caratterizzava per una maggiore consapevolezza in ordine alle modalità di utilizzo delle azioni medesime<sup>37</sup>.

Orbene, se i Progetti di riforma erano mossi dal preciso intento di assicurare l'effettività dei privilegi patrimoniali e una remunerazione dell'investimento idonea a compensare la limitazione dei poteri deliberativi, lo stesso intento non può essere colto nella legge 216 del 1974. A dimostrazione di questo assunto, si pensi alla mancanza di soppressione delle azioni a voto limitato<sup>38</sup> di cui all'art.

---

<sup>37</sup> SANTORO, V., *Dai progetti di riforma all'attuale Miniriforma della società per azioni*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, 1976, Milano, Giuffrè, 885, si legge nella Relazione al progetto che "l'interesse da proteggere è stato individuato nell'esigenza di assicurare il miglior funzionamento della struttura organizzativa della società e non già – come da qualche parte suggerito – nella prospettiva di agevolare lo Stato nella realizzazione delle proprie scelte programmatiche". Ricordiamo che il progetto Marchetti non si inserisce nell'ambito della programmazione, così come era avvenuto in misura ampia per il progetto De Gregorio, e meno ampia per il progetto De Gennaro-Visentini.

<sup>38</sup> Azioni a voto limitato cui viene riconosciuta piena compatibilità con il nuovo istituto. Si legga in tal senso, l'art. 14, in materia di emissione di azioni di risparmio, che consente l'emissione di tali azioni per un ammontare che non superi "in concorso con quello delle azioni a voto limitato emesse ai sensi dell'art. 2351 del codice civile".

2351 c.c. La compresenza della “vecchia” e “nuova” serie di titoli privilegiati finì infatti per estendere ulteriormente le prerogative del gruppo di comando, “consentendogli di perpetuare la propria egemonia attraverso una più ampia gamma di strumenti statuari”<sup>39</sup>.

Ciò detto, alla legge 216 si deve un’indubbia novità: la quantificazione dei privilegi attribuiti agli azionisti di risparmio. Se, infatti, il progetto De Gregorio indicizzava il privilegio agli utili di cui l’assemblea avesse già deliberato la distribuzione<sup>40</sup>, la nuova formulazione attribuiva un maggiore privilegio sulla base degli utili netti risultanti dall’ultimo bilancio approvato.

L’ampio dibattito avutosi sin dalla nascita dell’istituto in esame si ripropose anche negli anni precedenti all’entrata in vigore del TUF. *De iure condendo*, emersero due idee di fondo: una valutazione sull’effettivo utilizzo delle azioni di risparmio<sup>41</sup> – che

---

<sup>39</sup> BIONE, M., *Le azioni di risparmio, tra mito e realtà*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, Milano, 1975, 175

<sup>40</sup> Cfr., sul punto, VISENTINI, B., *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma, Relazione Replica al Convegno Internazionale di studio sulla riforma delle società per azioni, Venezia, 6-7-8 Ottobre 1966*, in *Rivista delle società*, Giuffrè, Milano, 1967, 1; in aggiunta ALLEGRI, V., *Osservazioni sul privilegio della ripartizione degli utili riservato alle azioni di risparmio nel progetto della riforma delle società*, in *La riforma delle società di capitali in Italia. Studi e dibattiti*, 419; per una stessa configurazione del privilegio si veda anche il parere CNEL sul progetto De Gregorio, in *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, op. cit., 185

<sup>41</sup> Cfr BALZARINI, P., *Le azioni senza diritto di voto*, Tomo II, Egea, Milano, 69. L’autrice sostiene che: “Il ricorso alle azioni di risparmio da parte delle società

addirittura in un rapporto ASSOGESTIONI si arrivò a proporre di eliminare – e una valutazione che invece afferiva all’opportunità di mantenere in vita uno strumento in grado di offrire una “diversa via” alla raccolta di capitale di rischio sul mercato azionario da parte di società quotate.

Nonostante le differenti posizioni, però, la dottrina era concorde nell’individuare alcuni punti deboli di tale istituto, come la necessità di garantire un rendimento minimo, non già mediante il riferimento al valore nominale delle azioni per il calcolo della percentuale di privilegi<sup>42</sup>, ma ancorando la stima a differenti parametri quali il prezzo di emissione e il relativo sovrapprezzo oppure la quotazione in borsa delle azioni. Le istanze per la riforma si muovevano proprio in tal senso, puntando a un rafforzamento dei vincoli normativi sulla regolamentazione delle azioni di risparmio, nel senso di garantire una maggiore resa patrimoniale dei titoli diminuendo l’autonomia negoziale della società emittente.

Sotto questo punto di vista, tuttavia, il TUF, distaccandosi dai dibattiti sviluppatasi negli anni precedenti, scelse di sacrificare i limiti normativi e di rimettere tutto all’autonomia statutaria. Si tratta di una scelta che rappresentava un vistoso passo indietro rispetto a

---

quotate appare invero caratterizzato da un andamento altalenante. Si sono susseguiti periodi con frequenti e significative emissioni di azioni senza voto – spinte, tra l’altro da una disciplina fiscale che qualificava l’utile degli azionisti di risparmio come un “costo” fiscalmente rilevante per la società – e periodi di relativa stasi.

<sup>42</sup> VISENTINI, G., *La società per azioni nella prospettiva di corporate governance*, Milano, Giuffrè, 136

quanto affermato dai Progetti precedentemente esaminati e che si contrappose, in modo netto, alle osservazioni attente e puntuali poste della più autorevole dottrina del passato<sup>43</sup>.

Con la riforma del 2003 il tema delle categorie speciali di azioni ha subito un'indubbia rivalutazione, che si è manifestata su un doppio binario: da un lato prevedendo alcune categorie tipiche di azioni diverse da quelle ordinarie, dall'altro ammettendo il riconoscimento dell'atipicità delle categorie di azioni, le cui caratteristiche sono liberamente determinabili dall'autonomia statutaria<sup>44</sup>, nel rispetto dei "limiti imposti dalla legge"<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> Su tutti, si consideri VISENTINI, B., che con forza afferma la necessità di un privilegio non "fittizio" e puramente nominale, stabilendo una percentuale minima del dividendo privilegiato.

<sup>44</sup> Come afferma NOTARI, M., *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gianfranco Campobasso*, diretto da ABBADESSA, P., PORTALE, G.B., *Costituzione, conferimenti e azioni*, Utet, Torino, 2006, 594, "è chiaro che la spinta del legislatore verso l'autonomia statutaria non deriva tanto dall'aver previsto un maggior numero di figure tipiche di azioni speciali, quanto nella circostanza che, nel far ciò, ha espressamente o esplicitamente attenuato in modo significativo i limiti e le rigidità insiti nell'impianto normativo della società per azioni: così dicasi, ad esempio, per l'eliminazione del necessario bilanciamento delle limitazioni del diritto di voto mediante privilegi patrimoniali, oppure per aver reso il diritto di voto, almeno per la metà delle azioni in cui è suddiviso il capitale sociale, un elemento non necessario per la partecipazione azionaria, bensì del tutto "malleabile" e disponibile da parte dell'autonomia statutaria".

<sup>45</sup> La dottrina non è concorde nel riferire a questo precetto valore di novità. Secondo CAMPOBASSO, G. F., *Diritto Commerciale*, Utet, Torino, 1988, 210, "è fuori di dubbio [...] che la società gode di ampia autonomia nel modellare il contenuto della

All'interno delle categorie speciali di azioni, occupano un posto di rilievo le azioni a voto limitato o escluso. La disposizione di cui all'art. 2351 c.c., pur adottando al primo comma come regola di default il modello generale *one share one vote*, al comma successivo dispone che “salvo quanto previsto dalle leggi speciali, lo statuto può prevedere la creazione di azioni senza diritto di voto, con diritto di voto limitato a particolari argomenti, con diritto di voto subordinato a condizioni non meramente potestative<sup>46</sup>. Il valore di tali azioni non

---

partecipazione azionaria, sia pure con l'osservanza dei limiti espressamente posti dalla legge o desumibili dal sistema”. Al contrario, MARTORANO, F. *La riforma delle società*, di SANDULLI SANTORO (a cura di), sub art. 2348, Utet, Torino, 2003, 137 . La relazione ministeriale sembra invece attribuire alla disposizione un valore innovativo, quando afferma che “al di là dei poi di una serie di modifiche di carattere tecnico, essenzialmente intese a risolvere dubbi interpretativi manifestatisi nella prassi... si è affermato espressamente nel secondo comma dell'art. 2351 c.c. la libertà dell'autonomia statutaria nel determinare e articolare il contenuto dei diritti conferiti dalle categorie di azioni, in tal modo viene perseguito l'obiettivo di ampliare gli strumenti disponibili alle società per attingere a fonti di finanziamento e viene dato ampio spazio alla creatività degli operatori nell'elaborazione di forme adeguate alla situazione del mercato (Relazione Ministeriale §4.2.). Nello stesso senso, GALGANO, F., *Il nuovo diritto societario*, Cedam, Milano 2006, 128, secondo il quale “l'introduzione del principio di atipicità è frutto della mutata filosofia economica che ha ispirato il legislatore, tesa al riconoscimento di una più estesa autonomia statutaria ed alla massima valorizzazione del mercato”

<sup>46</sup> Parte della dottrina considera l'introduzione della limitazione del diritto di voto una novità dettata dalla riforma del 2003. Così BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giurisprudenza Commerciale* 2004, Supplemento al n.2, 473, in quanto afferma che “Con la riforma del 2003 è ammessa la limitazione del

può complessivamente superare la metà del capitale sociale”. Non c’è quindi, nella nuova formulazione, nessun accenno al privilegio – che la stessa disposizione richiama precedentemente – a fronte della limitazione del diritto di voto.

Sotto questo profilo, la riforma finisce con l’influenzare anche il funzionamento delle azioni di risparmio, sebbene non ne modifichi direttamente la disciplina sin qui richiamata. In virtù, infatti, dell’art. 2325 *bis* c.c. e della relativa estensione delle norme contenute nel codice anche alle società quotate, il disposto dell’art. 2351 c.c. sembrerebbe potersi riferire anche alle società che possono emettere azioni di risparmio.

A seconda di come si intenda interpretare la clausola di salvezza, contenuta all’inizio di questa disposizione – “salvo quanto previsto da leggi speciali” – si potrà ammettere o meno che la stessa possa riferirsi anche alle società quotate<sup>47</sup>. La tesi da considerare

---

diritto di voto con riferimento a particolari argomenti. In questo senso, evidentemente, si realizza una significativa innovazione rispetto alla precedente possibilità di limitare il diritto di voto alle sole deliberazioni di competenza dell’assemblea straordinaria di cui all’art. 2351, II co, ante riforma. Nuova anche l’ipotesi che si sostanzia nell’attribuzione del diritto di voto subordinatamente al verificarsi di determinate condizioni, cioè il c.d voto condizionato.

<sup>47</sup> CIVITELLI, M., *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in *Giurisprudenza commerciale*, Supplemento al numero 3 del 2004, Cedam, Milano. L’autrice specifica che “ se tale inciso viene inteso nel senso che l’art. 2351 c.c. non si applica quando vi sia una legge speciale che preveda una diversa disciplina per le azioni a voto limitato o senza diritto di voto poiché, in tal caso, dovrà trovarsi applicazione la diversa disciplina speciale, allora, necessariamente, ricorrerebbe una

maggiormente aderente al dato normativo è quella che propende per la contemporanea previsione di azioni privilegiate e di risparmio. Tesi che risulta rafforzata anche dalla previsione di cui al terzo comma dello stesso art. 2351 c.c. Quest'ultimo, infatti, ammettendo la possibilità del voto "scalare" per le società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, esclude in maniera inequivocabile tale possibilità per le società quotate. Qualora si fosse voluta escludere la previsione di cui al secondo comma in riferimento alle società quotate, si sarebbe potuta utilizzare la stessa formulazione del terzo comma, che al contrario esclude con certezza il riferimento alle quotate.

---

"incompatibilità" tra le vecchie azioni di risparmio e le nuove azioni senza voto, in quanto per le società quotate vige la disciplina degli artt. 145 e ss. del TUF. In sostanza accadrebbe che, il "filtro" della disciplina delle azioni di risparmio sarebbe tale che ogni volta che una società quotata emetta azioni senza diritto di voto, essa dovrebbe "vestire" tali azioni con gli abiti propri delle azioni di risparmio, cosicché non sarebbe più possibile distinguerle e trattarle diversamente (ad esempio, non riconoscendo loro il rappresentante comune o gli speciali privilegi speciali) dalle azioni di risparmio. Se invece quell'inciso viene inteso nel senso che il legislatore ha voluto semplicemente chiarire che è il nuovo art. 2351 c.c. a non modificare la disciplina speciale dettata per particolari categorie di azioni, come le azioni di risparmio, allora ne deriva una perfetta compatibilità tra queste ultime azioni e le azioni senza diritto di voto. Seguendo questa seconda possibilità interpretativa, cioè, la ratio dell'inciso potrebbe essere individuata nella volontà del legislatore di escludere, anticipatamente e sovrabbondantemente, ogni dubbio che non sia piuttosto l'art. 2351 c.c. ad incidere sulla disciplina delle azioni di risparmio, consentendo di emettere anche queste ultime senza privilegi patrimoniali".

Alle luce dell'analisi del dato testuale, quindi, sembrerebbe che l'applicazione dell'art. 2351 II co., c.c. possa ritenersi ammessa anche per le società quotate. Rimane, però, aperta un'ulteriore questione inerente la possibilità, per le società quotate, di emettere sia azioni di risparmio – le quali, data l'esclusione del voto, dovevano essere necessariamente dotate di un privilegio – sia azioni a voto limitato od escluso senza l'obbligatorietà del privilegio patrimoniale.

Parte della dottrina ravvede nel mantenimento della disciplina delle azioni di risparmio un valore “segnaleatico”, considerandole punto di riferimento per gli azionisti risparmiatori, ritenendo che “il senso della conservazione della denominazione azioni di risparmio risieda, dopo la riforma, essenzialmente a tutela dell'affidamento del mercato, servendo ad individuare un *genus* di partecipazioni azionarie all'interno del quale l'autonomia statutaria può individuare ulteriori *species*, tutte però caratterizzate, sul versante patrimoniale, dal riconoscimento di particolari diritti patrimoniali e, sul versante corporativo, della necessaria privazione del diritto di voto”<sup>48</sup>.

Altra parte della dottrina, non ammettendo questa tesi ricostruttiva, afferma invece che non sia possibile emettere azioni

---

<sup>48</sup> In tal senso, MAUGERI, M., *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra T.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2004, 1297.

prive di voto in assenza di privilegi patrimoniali nelle società quotate<sup>49</sup>.

Oltre ad aver accentuato il principio di atipicità delle categorie azionarie, il legislatore del 2003 ha altresì codificato alcune tipologie di azioni speciali. È ad esempio il caso delle c.d. azioni postergate che il secondo comma dell'art. 2348 c.c. definisce azioni privilegiate “per quanto concerne la incidenza delle perdite”. La postergazione nelle perdite ricorre quando lo statuto dispone che le azioni appartenenti ad una determinata categoria subiscano le perdite solo dopo che queste abbiano colpito le altre azioni. E' necessario, quindi, stabilire che, a seguito di riduzione del capitale sociale per perdite, le azioni postergate ne subiscano gli effetti solo dopo che siano state annullate le azioni ordinarie, o che – in caso di liquidazione della società – esse siano rimborsate prima delle azioni ordinarie.

---

<sup>49</sup> Si legga, TOMBARI U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative nelle società quotate)*, in *Rivista delle società*, 2002, 1074, che afferma come “in seguito alla riforma la figura delle azioni di risparmio dovrebbe assumere un significato parzialmente diverso rispetto a quello attuale: essa opererebbe infatti non tanto come strumento di apertura dei canali di finanziamento, quanto come limite a tutela del mercato, nel senso che una società quotata potrà emettere azioni senza voto solo se privilegiate ai sensi degli artt. 145 TUF e ss. Dello stesso avviso, SANTOSUOSSO, D. U., in *La riforma del diritto societario, Autonomia privata e norme imperative nei DD. Lgs. 17 Gennaio 2003*, nn. 5 e 6, Giuffrè, Milano, 2003, 89.

Riconoscendo tale categoria, il legislatore del 2003 ha posto fine ad un dibattito sul tema che aveva animato a lungo la dottrina in quanto si dubitava della compatibilità di un privilegio avente ad oggetto la partecipazione alle perdite col divieto di patto leonino<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> Si leggano gli interessanti *Pareri pro veritate* di DALMARTELLO, A., GAMBINO, A., JAEGER, P.G., *Azioni privilegiate e partecipazioni alle perdite*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1979, 369. In particolare, interessante il contributo del primo autore che offre una spiegazione alla incompatibilità dell'esistenza delle azioni postergate con il disposto dell'art. 2265 c.c. "non si può vedere un motivo di salvezza dal divieto del patto leonino nel fatto che il privilegio de quo non esonererebbe gli azionisti di categoria B da ogni partecipazione alle perdite, proprio e solo perché li lascerebbe esposti a subire le perdite che superino il limite rappresentato dalla parte di capitale corrispondente alle azioni di categoria A. Rimane, invero, il fatto che, fino a quella entità di perdite, i soci di categoria B sono esonerati – nei confronti dei soci di categoria A – da ogni partecipazione a quelle perdite (fino a quel limite). Una riprova della esattezza di questo rilievo si ha considerando che i soci della categoria B cominceranno a subire l'incidenza delle perdite (superiori a quel limite) solo dopo che le precedenti perdite di saranno "mangiate" tutto il capitale corrispondente alle azioni di categoria A: cioè solo dopo che la categoria A sarà stata completamente eliminata, per azzeramento delle relative azioni, e la categoria B non avrà più ragione di essere considerata come categoria, essendo ormai diventata un'unica ed omogenea massa di azioni, cui, in tale situazione, non può che competere la qualifica di azioni ordinarie. Ma il fatto che in questo momento (solo a partire da questo momento!) i soci di categoria B vengano chiamati a "partecipare" alle ulteriori perdite sociali non può avere alcun significato nei confronti degli ormai cessati ed eliminati (azzerati) socie di categoria A: ragion per cui non è in questa eventuale (futura: anzi, postuma per i soci di categoria A) "partecipazione" alle perdite che può ravvisarsi il motivo di salvezza rispetto alla immunità da "ogni partecipazione... alle perdite" di cui all'art. 2265 c.c. Rispetto ai soci di categoria A, quelli di categoria B

verrebbero esonerati proprio e precisamente da ogni partecipazione alle perdite, perché essi comincerebbero a subire le perdite solo dopo aver “fatto fuori” i soci di categoria A: cioè quando quei soggetti non sarebbero più soci e non potrebbero avere alcun interesse al fatto che i soci di categoria B (rimasti soli in società) comincino a sopportare perdite (che in alcun modo più non potrebbero colpire quegli ex soci A!); Contro, VISENTINI, B., *Azioni di società*, Enciclopedia del diritto, Giuffrè, Milano, 1986, 988, afferma che “non esiste alcuna norma di legge che limiti le diversità fra le azioni ad una diversa ripartizione degli utili e delle perdite” ; dello stesso orientamento CASELLI, A., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1980, 682; Si segnalano, dello stesso orientamento, due decreti del Tribunale di Udine, riportati in *Giurisprudenza Commerciale* 1982, 884, che affermano: “Non contrasta con il divieto del patto leonino, e deve pertanto ritenersi valida, la clausola statutaria che prevede una categoria di azioni privilegiate per intero nel rimborso del capitale sociale, sicché in caso di riduzione del capitale per perdite, esse ne subiscano gli effetti soltanto dopo che siano state integralmente annullate le azioni ordinarie” ; ancora GROSSO, P., *Categorie di azioni e assemblee speciali. Il diritto italiano nel contesto comunitario*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, Milano, 1999, 65, secondo cui “le azioni privilegiate in caso di perdite non sono impedito dal divieto di patto leonino perché non implicano una esclusione totale dalle perdite, come richiesto dall’ art. 2265 c.c.; né può dirsi che sono inammissibili per contrarietà all’essenzialità nella struttura societaria della partecipazione alle perdite, perché ciò che è essenziale è che tutti i soci vi partecipino, non che tutti vi partecipino in ugual misura” ; in ultimo, BORGIA CAVALLO, R., *Le azioni e le obbligazioni*, in *Le società*, Trattato diretto da GALGANO, F., Utet, Torino, 2002, 130, che ribadisce la legittimità di tali clausole, affermando che i possessori di azioni privilegiate nelle perdite sono al riparo soltanto da un determinato ammontare delle perdite, e non da qualsiasi evenienza di perdite. Ed è per questo motivo che non integrano la violazione del patto leonino. Perché il punto nodale è rappresentato da una puntuale valutazione

Se già nel previgente sistema autorevole dottrina aveva chiarito che la postergazione non implicava una esclusione totale dalla partecipazione alle perdite, ma comportava esclusivamente la sopportazione di un minor rischio, in quello attuale non si può più dubitare della ammissibilità delle azioni postergate in quanto espressamente riconosciute dal secondo comma dell'art. 2348 c.c.

Anche nella configurazione di azioni postergate, viene lasciata ampia libertà alla società: è rimessa, infatti, all'autonomia statutaria la determinazione della misura del privilegio e l'attribuzione dei diritti amministrativi<sup>51</sup>.

Un' ulteriore categoria azionaria introdotta dalla riforma societaria del 2003 è quella delle azioni correlate descritta all'art. 2350, II co. c.c., il quale stabilisce che “fuori dai casi di cui all'art. 2447 *bis* c.c., la società può emettere azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore. Lo statuto stabilisce i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, nonché le modalità di

---

della latitudine del divieto ex art. 2265, “la violazione del quale può essere ravvisata esclusivamente in titoli esclusi *ab origine*, esplicitamente o implicitamente, da qualsiasi perdita” .

<sup>51</sup> Sul punto si legga MAFFEI ALIBERTI, A., *Commentario breve al diritto delle società*, commento all'art. 2348, Cedam, Milano, 2011, 2348, che ipotizza il caso in cui a seguito dell'annullamento delle altre azioni, rimangano solo azioni postergate. Qualora queste siano state concepite senza il diritto di voto, non si potrebbe che avere lo scioglimento della società, per l'impossibilità di funzionamento ex art. 2484 c.c., III co.

rendicontazione, i diritti attribuiti a tali azioni, nonché le eventuali condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria. Non possono essere pagati dividendi ai possessori delle azioni previste dal precedente comma se non nei limiti degli utili risultanti dal bilancio della società”.

Tale categoria azionaria consente alla società di accedere a “finanziamenti finalizzati”<sup>52</sup>.

La specificazione che il legislatore pone all’inizio del secondo comma dell’art. 2350 c.c. sembrerebbe evidenziare una distinzione – quella con i patrimoni destinati ad uno specifico affare, ex art. 2447 bis c.c. - che altrimenti potrebbe anche sfumare<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> Si legge nella relazione di accompagnamento al codice dopo la riforma societaria che “nel secondo comma dell’art. 2351 c.c. si è espressamente prevista la possibilità di emettere azioni le quali forniscono diritti correlati ai risultati dell’attività sociale in un determinato settore; che possono risultare un ulteriore strumento, oltre a quelli previsti con i patrimoni destinati ad uno specifico affare di cui all’art. 2447 bis c.c., per accedere a finanziamenti finalizzati. Ed in proposito si è naturalmente precisato, con l’ultimo comma dell’art. 2351 c.c., che gli utili pagabili a tali azioni correlate non possono comunque essere in misura superiore a quella che dal bilancio generale delle società risulta per l’intera sua attività”.

<sup>53</sup> PISANI MASSOMORMILE, A., *Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 2003, 1304. L’autore, con riguardo all’incipit del secondo comma della disposizione in oggetto, parla di *excusatio non petita* che il legislatore pone in essere con riguardo alla distinzione tra l’istituto in commento e quello dei patrimoni destinati ad uno specifico affare. Lo specifico affare “è pur sempre una attività sociale di impresa, distinta e distinguibile da tutta l’altra attività svolta dalla società. L’attività sociale di un determinato settore, ai fini che qui interessano, non essendovi nel diritto dell’impresa una nozione di “settore” ed

La differenza fondamentale tra le due fattispecie risiede nell'assenza, per quanto riguarda le azioni correlate, della separazione patrimoniale, invece presente nei patrimoni destinati ad uno specifico affare. Questo rilievo ha una particolare importanza pratica perché - non sussistendo la separazione patrimoniale - se la società risulterà attiva in un determinato settore, a cui si correlano i titoli, ma nel complesso sarà in perdita, i titolari delle azioni correlate non otterranno nessun nulla. L'inciso ha altresì la funzione di ribadire l'impossibilità di emettere azioni il cui rendimento sia legato

---

occorrendo fondare qualche criterio di uniformità, sembra potersi utilmente riferire alla produzione posta in essere da un ramo di azienda, nonostante vi sia già stato chi si è espresso in senso contrario: è possibile per questa via rappresentare, con criteri noti, sulla base di riferimenti oggettivi sufficientemente certi in teoria e riscontrabili in concreto, e pur sempre con l'ausilio di idonea contabilità, i risultati, vale a dire gli utili o le perdite prodotte da quel "settore" rispetto agli altri in cui pure opera la società". Più in generale, si è largamente discusso in dottrina circa la definizione di "settore": BIANCHI, L.A., *Prime osservazioni in tema di capitale e patrimonio nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, DI BENAZZO, P., PATRIARCA, S., PRESTI, G., Milano, 2003, 89 configura il settore di attività come articolazione di impresa idonea a coprire la divisione, l'area strategica dell'affare, il ramo di azienda. Contrario a questa impostazione, invece MARTORANO, F., *Sub Articolo 2350 c.c., in la riforma delle società, Commentario al D.Lgs 17 gennaio 2003*, n.6 di SANDULLI, M., SANTORO, V., (a cura di), volume II, tomo I, Torino, 2003, 144, il quale afferma che l'attività di settore non deve necessariamente presentare i connotati di ramo di azienda, inteso come espressione di un unico apparato organizzativo di beni e servizi che riproduca in scala ridotta la struttura aziendale generale.

esclusivamente a quello di un patrimonio destinato, in ossequio al divieto di costituzione di un sub-capitale.

Per la determinazioni dei diritti spettanti alle azioni in commento è competente lo statuto, cui spetterà quindi anche stabilire le modalità di correlazione tra i diritti patrimoniali e di risultati economici del settore.

La correlazione attiene esclusivamente ai diritti patrimoniali, mentre sono del tutto assenti statuizioni in merito ai diritti amministrativi forniti da tale categoria di azioni, primo tra tutti il diritto di voto.

Appare evidente come lo strumento delle azioni correlate possa trovare collocazione solo nelle società che esercitano le loro attività in una pluralità di settori, ponendo in essere una attività di impresa diversificata.

L'emissione di azioni correlate consente la possibilità di valorizzare alcuni rami di attività che, ad esempio, si presentano in forte crescita rispetto alle attività di “base” della società.

#### **4. IL DIRITTO DI OPZIONE E I CASI DI ESCLUSIONE**

Nel codice del 1942, il diritto di opzione sulle azioni ordinarie di nuova emissione poteva essere limitato o escluso sulla base dell'interesse della società che poteva esigerlo.

Il diritto di opzione consiste nel diritto dei soci ad essere preferiti in caso di aumento del capitale a pagamento; la sua funzione è quella di consentire ai soci di conservare inalterati i propri diritti amministrativi e patrimoniali, mantenendo uguale la partecipazione percentuale di ciascuno all'interno della compagine sociale. Esso consente al socio anche di non perdere parte del valore della partecipazione già detenuta nel caso in cui le azioni vengano emesse ad un valore inferiore a quello di mercato. Tale diritto tutela anche l'interesse della società alla stabilità degli assetti societari, garantita dalla permanenza degli stessi soci.

Al I comma dell'art. 9, il progetto Ascarelli propose una profonda innovazione sul tema del diritto di opzione in caso di nuova emissione di azioni. Ipotizzò, infatti, “l'abolizione dei casi in cui le azioni di nuova emissione potevano essere non-offerte ai soci, per impedire spostamenti nella misura della partecipazione, a danno dei già soci”<sup>54</sup>.

In ottemperanza a questo principio, il II comma dello stesso articolo 9 stabiliva che le azioni di nuova emissione non potevano

---

<sup>54</sup> MESSINEO, F., *Due Disegni di legge in tema di società*, in *Rivista delle Società*, Milano, 1956, 659

essere assegnate a soggetti diversi dai soci per “impedire spostamenti della misura della partecipazione, a danno dei già soci, mediante l’emissione di azioni privilegiate, ai sensi del II co., dell’art 2351 cc.”<sup>55</sup>. Indifferentemente che si trattasse di azioni ordinarie o privilegiate, ciascun azionista era chiamato ad esercitare il diritto di opzione in proporzione alle azioni possedute e nei riguardi di una categoria analoga delle sue azioni. Laddove queste ultime fossero state insufficienti, l’offerta di opzione avrebbe potuto riguardare anche categorie di azioni diverse rispetto a quelle possedute.

Anche il progetto della commissione De Gregorio e quello della commissione De Gennaro-Visentini si posero in prospettiva innovativa in tema di diritto di opzione.

Una prima sostanziale differenza, rispetto all’impostazione codicistica, si rileva agli artt. 19 e 22 (rispettivamente del Progetto della Commissione De Gregorio e del progetto della commissione De Gennaro-Visentini) con riguardo alle categorie di azioni a cui il diritto di opzione può riferirsi. Se, quindi, nella disciplina allora vigente<sup>56</sup> era un diritto da considerarsi solo in relazione alle azioni

---

<sup>55</sup> .MESSINEO, F., *Due Disegni di legge in tema di società*, in *Rivista delle Società*, Milano, 1956, 630

<sup>56</sup> Nella *Relazione al c.c. del 1942*, si legge: “l’esclusione del diritto di opzione per le azioni munite di particolari privilegi si spiega agevolmente, considerando che questi vengono generalmente concessi per attrarre alla società nuovi capitali che essa non otterrebbe senza l’allettamento costituito di speciali vantaggi. In questi casi l’aumento di capitale è generalmente preceduto da trattative con determinati gruppi, i quali si inducono alla sottoscrizione delle nuove azioni in vista della posizione

ordinarie, i nuovi progetti ammisero il diritto di opzione anche nei confronti delle altre categorie di azioni<sup>57</sup>.

In una prospettiva di maggior favore dell'azionista, venne proposto anche l'aumento del termine minimo che le società dovevano concedere per l'esercizio del diritto di opzione, innalzando da 15 a 30 i giorni minimi decorrenti dal giorno della pubblicazione dell'avviso nella Gazzetta Ufficiale, ammettendo – sempre nella stessa ottica di favore – che l'offerta di opzione venisse comunicata al domicilio dei soci che lo avessero richiesto.

Al III co. dell' art. 19 del progetto De Gennaro-Visentini<sup>58</sup>, venne riconosciuto il diritto di prelazione sulla azioni rimaste inoplate ai soci che ne avessero fatto precedente richiesta; sistema che venne differenziato rispetto a quello delle azioni quotate in borsa, per le quali l'art. 45 u.c. del progetto prevedeva che “ i diritti di opzione non esercitati devono essere offerti in borsa dagli

---

privilegiata ad essi assicurata, e sarebbe perciò un non senso parlare in simili ipotesi di un diritto di opzione a favore di quegli stessi azionisti, che, per mezzo degli organi sociali, cercano al di fuori della propria cerchia chi apporti alla società il contributo di una nuova linfa finanziaria”.

<sup>57</sup> Si legge, infatti, nella *Relazione che introduce il progetto di Riforma De Gregorio* che: “l'art. 19 del progetto attribuisce agli azionisti il diritto di opzione anche nel caso di azioni diverse dalle ordinarie, in quanto la distinzione non ha alcuna giustificazione e può invece prestarsi ad elusioni del diritto di opzione e ad abusi a danno dei soci”.

<sup>58</sup>In questa sede ci si riferisce, per brevità, al solo progetto della commissione De Gennaro-Visentini, ma la proposta risulta essere – nel caso di specie – molto simile a quella della commissione De Gregorio.

amministratori per conto della società, entro un mese dalla scadenza del termine stabilito a norma del secondo comma dell'art. 19". È facile intuire come un sistema differente per le azioni quotate in borsa fosse doveroso, non essendo possibile rispondere alle richieste di prelazione che sarebbero potute giungere da decine di migliaia di azionisti.

Se il progetto Ascarelli proponeva l'abrogazione dell'ultimo comma dell'art. 2441 c.c. e, con esso, delle ipotesi di esclusione del diritto di opzione, i due progetti che seguirono si posero, sull'argomento, in sostanziale contrasto, disciplinando i casi di mancanza del diritto di opzione.<sup>59</sup>

La positivizzazione delle proposte in tema di opzione avvenne ad opera della L.216/74 che, raccogliendo parte dei contributi innovatori provenienti dai progetti, modificò in modo

---

<sup>59</sup> Nella relazione che introduce il progetto, si legge: " Vi sono alcuni casi nei quali gli azionisti non hanno il diritto di opzione. Il diritto di opzione viene escluso dalla legge nell'aumento del capitale mediante conferimenti in natura (art 2441, primo comma, ultima parte c.c.); ed a questa ipotesi si aggiunge ora, ovviamente, quella delle azioni da assegnare ai titolari di obbligazioni convertibili che le richiedano nell'esercizio del diritto di conversione (art. 19 u.c.). Inoltre è parso opportuno mantenere la disposizione del terzo comma dell'art 2441 che consente all'assemblea che delibera l'aumento del capitale di limitare o escludere il diritto di opzione con il voto favorevole di oltre la metà del capitale sociale, quando l'interesse sociale lo esige. [...] Tuttavia è indispensabile che siano introdotte garanzie rigorose dirette ad assicurare, da un lato, che sussistano veramente le ragioni che giustificano l'esclusione del diritto di opzione dei soci, e da un altro lato che le azioni vengano collocate ad un prezzo corrispondente al valore effettivo.

sostanziale la disciplina dell'opzione contenuta del codice del 1942. Si pensi al riconoscimento del diritto di opzione alle azioni non solo ordinarie e alle obbligazioni convertibili, nonché alla previsione del diritto di prelazione. A quest'ultimo riguardo, si tenga a mente che la mini riforma differenziò le società quotate in borsa dalle altre: nel primo caso ammise la prelazione, nel secondo l'offerta ad opera degli amministratori, per conto della società, dei diritti di opzione non esercitati per almeno cinque riunioni di borsa, entro il secondo mese successivo alla pubblicazione dell'offerta<sup>60</sup>.

Le modifiche apportate al sistema societario nel 2003 vedono il diritto di opzione sostanzialmente invariato rispetto alla disciplina dettata dalla L. 216/74. Esso è in tutto o in parte sacrificabile in presenza di situazioni oggettive che rispondono ad un concreto interesse della società e può essere limitato in quattro casi, elencati nell'art. 2441 c.c.

---

<sup>60</sup> La motivazione di tale scelta, contenuta nella relazione al progetto *del 1973*, ricalca pedissequamente quella contenuta nei progetti precedenti, trovando fondamento in “ragioni pratiche – non essendo possibile dare corso a richieste di prelazione che possono venire da decine di migliaia di azionisti, e che possono avere ad oggetto poche azioni – sia per la considerazione che, nel casi di azioni quotate in borsa, non appare necessario il mantenimento della percentuale delle partecipazioni per gli azionisti non facenti parte a gruppi di controllo e tanto meno per i gruppi di controllo, e il solo problema che praticamente si presenta è di impedire abusi e di tutelare la consistenza patrimoniale della partecipazione. Così che è sembrato sufficiente prescrivere che i diritti di opzione non esercitati debbano essere offerti per almeno cinque riunioni e che le somme ricevute dalla vendita vadano a beneficio della società”.

Il primo di essi attiene il caso in cui “le azioni di nuova emissione devono essere liberate mediante conferimenti in natura”. In questo caso prevale l’interesse della società che potrebbe avere la necessità di reperire presso terzi determinati beni a titolo di conferimento. A tutela degli azionisti, il sesto comma dell’ articolo, stabilisce che l’aumento di capitale mediante conferimenti in natura deve essere accompagnato da una relazione degli amministratori “dalla quale devono risultare le ragioni dell’esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l’esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione”. Tale relazione deve ricevere, entro quindici giorni, un parere di congruità ad opera del collegio sindacale per quanto attiene il prezzo di emissione delle azioni.

Nel secondo caso, il diritto di opzione può essere limitato quando lo esiga l’interesse della società, in fase di aumento di capitale<sup>61</sup>. Ancora una volta è necessaria una relazione illustrativa che esponga le ragioni della esclusione o della limitazione del diritto di opzione. In questo caso, la relativa delibera deve essere approvata con una maggioranza particolarmente rafforzata, corrispondente ad

---

<sup>61</sup> Tale requisito, secondo l’opinione più diffusa, si ha quando l’interesse rende la limitazione del diritto di opzione anche solo più conveniente per la società; secondo altri, è necessario che l’interesse sociale renda la limitazione assolutamente necessaria. Di questo secondo avviso, ROSAPEPE, R., *L’esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Giuffrè, Milano, 1988, 57.

oltre la metà del capitale sociale, anche in tutte le convocazioni dell'assemblea successive alla prima.

Terzo e più significativo limite introdotto nel 2003, riguarda le società quotate, in cui lo statuto può escludere il diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale preesistente, purché il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni, e ciò sia confermato da apposita relazione della società incaricata della revisione contabile, così come stabilisce il quarto comma dell'art. 2441 c.c.

In ultimo, il diritto di opzione può essere escluso, con delibera dell'assemblea straordinaria, quando le azioni devono essere offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o anche ai dipendenti di società controllate o controllanti .

L'articolo 2349 ultimo comma c.c. consente l'assegnazione straordinaria di utili ai dipendenti delle società da attuarsi mediante un articolato procedimento: l'imputazione degli utili stessi a capitale e l'emissione per l'importo corrispondente di speciali categorie di azioni che vengono assegnate gratuitamente ai prestatori di lavoro. L'apporto non può essere costituito da entità già esistenti nel patrimonio della società: diversamente si verificherebbe una ipotesi di offerta di sottoscrizione o di vendita di strumenti finanziari, perdendo la *ratio* dell'istituto, volto non già a chiedere ai lavoratori

contribuzioni od apporti, bensì a beneficiare i medesimi attribuendo loro valori patrimoniali o amministrativi<sup>62</sup>.

Per tali azioni la società può stabilire norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento e ai diritti spettanti agli azionisti, fermo restando che esse devono essere assegnate individualmente ai dipendenti. L'art. 2441 c.c. consente poi di escludere o limitare il diritto di opzione degli azionisti sulle azioni a pagamento di nuova emissione, per consentire che le stesse siano offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società e nelle società quotate anche ai dipendenti di società controllanti o controllate. La società può infine concedere prestiti ai dipendenti o fornire garanzie a loro favore per la sottoscrizione o l'acquisto di azioni proprie o di azioni di società controllanti o controllate. Le somme impiegate e le garanzie prestate devono però essere contenute nei limiti degli utili distribuiti e delle riserve disponibili.

Anche nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione pocanzi contemplata, la relativa delibera deve essere approvata da oltre la metà del capitale sociale, anche nelle convocazioni successive alla prima, se il diritto di opzione è escluso per più di un quarto delle azioni di nuova emissione.

Con la riforma del 2003 è stata introdotta la possibilità di escludere il diritto di opzione anche nelle ipotesi di aumento di capitale delegato, così come disposto dall'art. 2443 c.c., primo

---

<sup>62</sup> STAGNO D'ALCONTRES, A., Commento all'art. 2349 c.c., in *Commentario*, NICOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A., Jovene, Napoli, 291

comma, secondo cui: “lo statuto può attribuire agli amministratori la facoltà di aumentare in una o più volte il capitale fino ad un ammontare determinato e per il periodo massimo di cinque anni dalla data dell’iscrizione della società nel registro delle imprese. Tale facoltà può prevedere anche l’adozione delle deliberazioni di cui al quarto e quinto comma dell’art. 2441 c.c.; in questo caso si applica, in quanto compatibile, il sesto comma dell’art 2441 c.c. e lo statuto determina i criteri cui gli amministratori devono attenersi”.

Le ultime modifiche apportate all’art. 2443 c.c. consentono di risolvere i problemi interpretativi che si erano posti in relazione alla previgente formulazione della norma, che nulla prevedeva in ordine alla facoltà di esclusione del diritto di opzione. In mancanza di espressa previsione nel testo dell’art. 2443 c.c., si riteneva che l’esclusione del diritto di opzione fosse di competenza esclusiva dell’assemblea. Si tendeva dunque a privilegiare l’interesse dei soci all’esercizio del diritto di opzione rispetto all’interesse della società ad una maggiore rapidità e flessibilità operativa<sup>63</sup>.

L’art. 2443 c.c., nella sua nuova formulazione, attribuisce agli amministratori la facoltà di deliberare un aumento delegato, escludendo o limitando il diritto di opzione nei soli casi tassativi previsti dall’art. 2441 c.c., IV e V co., espressamente richiamati. Gli amministratori dovranno redigere apposita relazione nella quale illustrare le ragioni di esclusione o della limitazione del diritto di

---

<sup>63</sup> Così, CENDON, P., *Commentario al codice civile, libri sociali, bilancio, modificazioni dello statuto, società con partecipazione*, Giuffrè, Milano, 2010, 590

opzione e dovranno acquisire il parere del collegio sindacale sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni, che andrà determinato “in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell’andamento delle quotazioni dell’ultimo semestre” (art. 2441 c.c., VI co.).

Per quanto attiene alla disciplina delle società quotate, l’art. 134 del TUF ha modificato aspetti particolari del diritto di opzione, stabilendo che “per le società con azioni quotate, il termine previsto dall’art. 2441 c.c., secondo comma, è ridotto della metà” – ergo, quindici giorni invece che 30. Questo nell’ottica di accrescere la competitività del mercato italiano e l’efficienza del funzionamento degli emittenti<sup>64</sup>.

---

<sup>64</sup> MAFFEI ALIBERTI, A., *Commentario breve al diritto delle società*, commento all’art. 2441 c.c., Cedam, Padova, 1072, aggiunge come sia intuitivo notare come la disposizione in oggetto non abbia inciso in misura evidente sulla posizione del piccolo azionista, tanto che, nella sezione dedicata alla “Tutela delle minoranze” questa è sicuramente la norma che contribuisce – in tal senso – nella misura meno eclatante.

## **5. LE OBBLIGAZIONI E I NUOVI LIMITI DI EMISSIONE**

Secondo la preesistente formulazione, l'art. 2410 del codice civile disponeva che la società potesse “emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma non eccedente il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato.” Queste limitazioni potevano essere superate se le obbligazioni fossero state garantite da ipoteca su immobili di proprietà sociale, sino ai due terzi del valore di questi, oppure quando l'eccedenza dell'importo delle obbligazioni rispetto al capitale versato fosse stata garantita da titoli nominativo emessi o garantiti dallo Stato, aventi scadenza non anteriore a quella delle obbligazioni, ovvero da equivalente credito.

Il normale limite all'emissione era, quindi, fissato in base a due criteri: il capitale versato e il valore risultante secondo l'ultimo bilancio approvato. Ne derivava che la società poteva effettuare l'emissione per un ammontare pari al capitale nominale soltanto in quanto tale capitale fosse stato interamente versato e risultasse dall'ultimo bilancio approvato. Con ciò si voleva impedire che gli obbligazionisti facessero affidamento sul capitale “semplicemente promesso – i conferimenti – dai soci e non ancora versato”<sup>65</sup>.

---

<sup>65</sup> SIMONETTO, E., *Rapporto fra garanzia e obbligazioni emesse o in corso*, in *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 1961, 773 che, oltre a delineare l'istituto della limitazione all'emissione obbligazionaria chiarisce come la ratio della norma non sia così facile da individuare e come sia, invece, da ritenere complessa; dello stesso avviso FERRO LUZZI, P., *Vecchi e nuovi orientamenti in tema di limiti all'emissione*

Si era pressoché unanimi nell'ammettere che la formulazione dell'art. 2410 c.c, come descritta, si prestasse a molteplici critiche. Il rilievo più importante nasceva dalla considerazione che la reale

---

*di obbligazioni*, in Rivista di Diritto Commerciale e del diritto generale delle obbligazioni, Piccin, *Sine loco*, 1963, 218, il quale afferma “che lo scopo del limite all'emissione di obbligazioni sia quello di garantire agli obbligazionisti la possibilità di soddisfare il loro credito non sembra né di immediata evidenza, né pacifico, almeno quando si consideri la meno recente dottrina [...] Ne è derivato che la dottrina successiva, che man mano si occupava sempre meno del problema, e in pratica solo di scorcio nelle trattazioni generali del diritto delle società, forse perché si sono nel tempo moltiplicati i casi in cui è stato concesso superare il limite fornendo una garanzia specifica, [...] ha finito col giustificare la limitazione con un generico richiamo a una non meglio precisata funzione di tutela e garanzia degli obbligazionisti.” A sottolineare la difficoltà di identificare una sicura ratio sottesa alla disciplina dei miti all'emissione del prestito obbligazionario, si legga BORGIA CAVALLLO, R., *Azioni o obbligazioni di società*, in I grandi orientamenti della giurisprudenza civile e commerciale, collana diretta da GALGANO, F., Cedam, Padova, 1988, 307, che sottolinea come “gli interpreti appaiono variamente orientati in ordine alla determinazione della ratio dell'art. 2410 c.c., e conseguentemente, alla identificazione dei destinatari della tutela apprestata dalla norma regolatrice del rapporto tra ammontare del debito e capitale nel momento dell'emissione. Si è a lungo contrapposta la tesi che individua la funzione dei limiti ex art. 2410 c.c. nell'intento di assicurare necessarie garanzie ai sottoscrittori del prestito obbligazionario, soggetti solitamente privi di esperienza e dei mezzi di informazione necessari, all'altro indirizzo minoritario, che individua l'intento del legislatore nel fissare la norma in oggetto, non tanto nel proteggere l'interesse particolare degli obbligazionisti al soddisfacimento del loro credito, quanto nel fissare un principio di ordine e di equilibrio fra i due mezzi con cui la società ricorre al pubblico dei risparmiatori”.

garanzia per gli obbligazionisti poteva essere rappresentata dal patrimonio e non dal capitale sociale. Si aggiunga che, in virtù del riferimento “all’ultimo bilancio approvato”, il capitale esistente in base a quest’ultimo rappresentava il parametro per l’emissione di obbligazioni anche nel corso dell’esercizio successivo, ma, nel frattempo tale capitale poteva essere andato perduto irrimediabilmente in tutto o in parte<sup>66</sup>.

Parte della dottrina e della giurisprudenza, con riferimento al I co. dell’art 2410 del codice civile del 1942, assegnava al limite del capitale versato ed esistente secondo l’ultimo bilancio approvato una funzione di garanzia<sup>67</sup> per gli obbligazionisti. La ratio della norma era rinvenuta nell’evidente intento di “impedire un indebitamento della società che non fosse garantito, almeno sulla carta, da una corrispondente copertura patrimoniale<sup>68</sup>”.

---

<sup>66</sup> Proprio per questo motivo, buona parte della dottrina era andata via via affermando che l’emissione delle obbligazioni non doveva essere legata al bilancio di chiusura dell’ultimo esercizio, ma che in sede di aumento di capitale potesse essere deliberata l’emissione di obbligazioni in relazione all’effettiva consistenza del capitale, accertata in bilancio straordinario contemporaneamente alla delibera di emissione.

<sup>67</sup> In realtà, non era affatto pacifico che il legislatore del ’42 intendesse affidare in via prevalente al capitale sociale una funzione di “garanzia” del rimborso del prestito: principalmente la ratio era di evitare che soggetti che avessero sottoscritto una piccola parte di titoli in circolazione avessero potuto avere il controllo della società.

<sup>68</sup> COTTINO, G., *Diritto societario*, Cedam, Padova, 2006, 459.

Questi limiti si rivelarono presto “angusti ed il legislatore, già prima della riforma del diritto societario, aveva deciso di allargare le maglie in specifici settori della legislazione speciale”.<sup>69</sup>

La disciplina dei limiti all’emissione del prestito obbligazionario è stata sensibilmente modificata ad opera della riforma del 2003 e dalla legge 262/2005, nel quadro delle esigenze di rendere più flessibile il reperimento delle risorse finanziarie: la disposizione in commento, ora contenuta nell’art. 2412 c.c., in attuazione di una specifica direttiva della legge delega ha modificato, e allo stesso tempo ridotto, i limiti precedentemente stabiliti dall’art. 2410c.c.

La disciplina attuale non fissa più il limite in riferimento all’ammontare del capitale sociale, bensì al doppio dell’ammontare complessivo del capitale, della riserva legale e delle riserve disponibili. Ed il capitale sociale preso in considerazione non è più quello “versato ed esistente secondo l’ultimo bilancio approvato”, ma, più semplicemente, quello risultante dall’ultimo bilancio approvato, vale a dire il capitale sottoscritto<sup>70</sup>.

---

<sup>69</sup> Così LUONI, S., *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Zanichelli Editore, Bologna, 2011, 99

<sup>70</sup> Nella Relazione ministeriale è stato precisato che il capitale sottoscritto e le riserve da utili rappresentano, complessivamente, “l’impiego economico dei soci nella società”, entità con la quale l’ammontare delle obbligazioni emesse nell’esercizio deve essere messo in rapporto per soddisfare l’esigenza dell’equilibrata distribuzione del rischio dell’attività di impresa tra azionisti ed obbligazionisti. La Relazione prende dunque esplicitamente posizione a favore della

La relazione ministeriale ha precisato che il capitale sottoscritto e le riserve da utili rappresentano “l’impegno economico dei soci nella società”, entità con la quale l’ammontare delle obbligazioni emesse nell’esercizio deve essere messo in rapporto per soddisfare l’esigenza dell’equilibrata distribuzione del rischio dell’attività di impresa tra azionisti ed obbligazionisti.

I limiti al prestito obbligazionario “sono preordinati ad evitare che i mezzi finanziari da costoro apportati a titolo di capitale di prestito siano sproporzionati rispetto a quelli conferiti dagli azionisti a titolo di capitale di rischio, così da impedire che una società sottocapitalizzata possa indiscriminatamente finanziarsi raccogliendo capitali mediante appello al pubblico risparmio”<sup>71</sup>.

---

tesi secondo cui i limiti all’emissione del prestito obbligazionario non assolvono la funzione di garantire, in senso tecnico, il soddisfacimento dei crediti degli obbligazionisti, ma sono preordinati ad evitare che i mezzi finanziari da costoro apportati a titolo di capitale di prestito siano sproporzionati rispetto a quelli conferiti dagli azionisti a titolo di capitale di rischio, così da impedire che una società sottocapitalizzata possa indiscriminatamente finanziarsi, raccogliendo capitali mediante appello al pubblico risparmio.

<sup>71</sup> Si legga la relazione al codice del 2003, dove si afferma che “L’impostazione a base della disciplina del Codice Civile del 1942 era stata fortemente criticata, ed è oggi diffusamente accettata la tesi che individua la portata del limite nel senso di attuare l’esigenza di un’equilibrata distribuzione del rischio di attività di impresa tra azionisti e obbligazionisti. In altri termini, si è in presenza di una tecnica diretta ad impedire che gli azionisti ricorrano al mercato del capitale di credito a medio-lungo termine in misura eccessiva rispetto a quanto rischiano in proprio, e dunque di un

In quest'ottica, la funzione di garanzia del capitale per gli obbligazionisti, opera in via puramente indiretta, nel senso che "l'equilibrio finanziario viene assicurato dal prodotto capitale azionario-capitale obbligazionario costituirebbe una efficace garanzia della solvibilità dell'impresa"<sup>72</sup>.

Il limite imposto dall'art. 2412 c.c., sempre utilizzando le parole della Relazione, "può essere superato se l'eccedenza è sottoscritta da parte di investitori che per la loro qualifica non hanno bisogno di particolare tutela, proteggendo il principio con la responsabilità del sottoscrittore in caso di successiva circolazione".

Appare quindi evidente che il legislatore ha immaginato la disciplina del limite all'emissione nell'ottica di assicurare una equilibrata distribuzione del rischio dell'attività di impresa tra azionisti e obbligazionisti. Ecco come, almeno nelle intenzioni originarie del legislatore, sembrerebbe superata l'idea di affidare al limite di cui all'art. 2412 c.c. una funzione di garanzia per gli obbligazionisti. In questo senso infatti si muove la relazione. Lo conferma poi la circostanza che l'art. 2412 c.c. pone l'accento sull'elemento della garanzia solo in relazione alla possibilità di superamento del limite di cui al primo comma, così che ciò può avvenire qualora i titoli siano sottoscritti da investitori professionali,

---

principio sistematicamente analogo al limite alla emissione di azioni di risparmio e privilegiate, anche questo determinato con riferimento al capitale".

<sup>72</sup> Queste le parole di CAMPOBASSO, G., *Le obbligazioni*, in *Trattato Colombo-Portale*, V, Utet, Torino, 1988, 396

soggetti a vigilanza prudenziale, tenuti a garantire la solvenza dell'emittente nel caso li trasferiscano ad acquirenti non professionalmente qualificati<sup>73</sup>.

Per quanto attiene a questo ultimo profilo, l'esclusione del limite, stabilito dall'art. 2412 II co., c.c. pone particolari problemi perché il legislatore non si è occupato di identificare quali fossero i soggetti definibili come investitori professionali. Se ci si dovesse riferire all'elenco degli investitori stabilito dall'art. 100 del TUF – che a sue volta rinvia, per la definizione, al regolamento emesso dalla Consob con deliberazione in data 1 Luglio 1998 n. 11522 – sarebbe problematico in quanto l'art. 32, secondo comma, del regolamento Consob pone una nozione di investitore professionale estremamente larga. Successive modifiche legislative sono intervenute per tentare di “restringere il campo” ed allo stato attuale, autorizzati alla sottoscrizione dei titoli di debito devono ritenersi solo quei soggetti che, tra gli investitori qualificati – riconosciuti tali ai sensi del TUF e

---

<sup>73</sup> Queste considerazioni sono evidenziate anche dagli autori che in passato hanno riconosciuto questa funzione al limite dell'emissione delle obbligazioni. In particolare, SARALE, M., *Sub artt. 2412 c.c. e 2413 c.c.*, in COTTINO, G., *Il nuovo diritto societario*, 2004, Cedam, Padova, 1265, sottolinea come la soluzione adottata dal legislatore, in termini di diritto positivo, “sembra tradire un non completo abbandono della impostazione di fondo che assegna al parametro quantitativo la capacità di rappresentare una tutela delle ragioni dei creditori di massa. L'autrice conclude sostenendo che “entrambe le funzioni (quella di garanzia e quella di equilibrio) paiono presenti nella nostra legislazione, anche se è indubitabile che l'atteggiamento precauzionale che aveva il legislatore del 1942 è decisamente più rilassato”.

del regolamento Consob – sono sottoposti a forme di vigilanza prudenziale, quali ad esempio le banche, le assicurazioni e le società finanziarie di cui all’art. 107 TUB. Certamente deve trattarsi di soggetti potenzialmente in grado di valutare il rischio connesso all’operazione di finanziamento<sup>74</sup> che siano nel contempo dotati di idonea solidità patrimoniale, così da assicurare l’effettività della garanzia della solvenza della società emittente in caso di alienazione dei titoli di debito ad investitori non qualificati<sup>75</sup>.

Si potranno inoltre emettere obbligazioni al di sopra del limite se garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino ai due terzi del valore degli stessi. Con la nuova formulazione della norma, viene specificato che l’ipoteca debba essere di primo grado, ad evitare le incertezze che deriverebbero dalla necessità di mantenere un rapporto di equilibrio tra prestito obbligazionario e capitale di rischio.

---

<sup>74</sup> Come sottolinea anche Pisani, *Le Obbligazioni*, in ABBADESSA-PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Torino, 2007, 798, “l’obiettivo del legislatore è quello di tutelare i risparmiatori da forme di investimento che presentino un rischio da questi non agevolmente misurabile cui si affianca un indirizzo di politica legislativa volto a contenere la raccolta cosiddetta disintermediata”. In questo senso anche BRANCADORO, sub art. 2412 c.c. in NICOLINI E STAGNO D’ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, Napoli, 2004, 941.

<sup>75</sup> Per la definizione di investitori professionali, si vedano: CAMPOBASSO, M., *I titoli di debito delle srl fra autonomia privata e tutela del risparmio*, in Abbadessa-Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, *Liber Amicorum* Gian Franco Campobasso, III, *Controlli, bilanci e modificazioni dello statuto, srl e gruppi di società*, Torino, 2007, 772.

Ancora, è opportuno richiamare la disposizione dell'art. 2412 c.c., V co., che prevede non ci sia alcun limite all'emissione delle obbligazioni nel caso in cui l'emissione sia effettuata da una società quotata in mercati regolamentati. La ratio di tale scelta è ben spiegata nella Relazione che accompagna le modifiche al codice, la quale specifica che “ per le società le cui azioni sono negoziate in mercati regolamentati, esistendo il controllo del mercato, si è ritenuto di non stabilire alcun limite, a condizione ovviamente che destinate alla quotazione siano anche le obbligazioni”.

Parte della dottrina è concorde nel sostenere che nell'ipotesi in cui la società quotata emetta obbligazioni, sia la capacità di autoregolamentazione del mercato ad essere ritenuta idonea e sufficiente a valutare selettivamente le caratteristiche degli strumenti finanziari, sulla base degli obblighi informativi e di trasparenza imposti dalla legislazione speciale. Questa posizione non appare condivisibile a tutti, in virtù del fatto che “il mercato esige certezza di regolazione: è la legge che deve stabilire i comportamenti”<sup>76</sup>.

L'ultima ipotesi di deroga stabilita per l'emissione delle obbligazioni è sancita dall'art. 2412 VI co. c.c., che attribuisce all'autorità governativa il potere di valutare la ricorrenza di un

---

<sup>76</sup> VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2006, il quale afferma che “la regolamentazione amministrativa deve essere circoscritta alla specificazione del principio disposto con la legge. Il limite fissato per legge aveva questo scopo; non lo possiamo sostituire con una decisione dell'autorità cui demandare caso per caso la decisione se l'emittente garantisca la stabilità. Ma questo è l'orientamento che nei fatti va assumendo il nostro ordinamento”.

interesse economico generale sottostante l'emissione del prestito obbligazionario e di determinarne i limiti, le modalità e le cautele anche in deroga alle disposizioni del I, II e III comma dello stesso articolo. Ovviamente il provvedimento dovrà essere emesso nell'osservanza di ogni altra disposizione di legge, del principio di tutela del risparmio e, più in generale, dell'interesse pubblico, secondo i limiti tipici della discrezionalità amministrativa.

Le particolari ragioni che interessano l'economia nazionale appaiono ricollegabili all'esistenza di un interesse generale a che una determinata impresa benefici del finanziamento obbligazionario in misura superiore a quella consentita in via generale, a sostegno della produzione e del livello occupazionale<sup>77</sup>.

---

<sup>77</sup> BORGIA CAVALLO, R., *Della società per azioni*, Tomo IV, delle obbligazioni, in Commentario al codice civile, Scialoja-Branca, (a cura di) GALGANO, F., Bologna Zanichelli, 2005, 110

## **6. LE OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI IN AZIONI**

Le obbligazioni convertibili in azioni sono una particolare categoria di titoli obbligazionari caratterizzati dal diritto di conversione. Tale diritto è attribuito (a meno di eccezioni) al possessore del titolo societario e non all'emittente. In virtù di esso un titolo che nasce come titolo di debito può assumere – a seguito della conversione – un carattere di rischio<sup>78</sup>.

La conversione avviene sulla base di un rapporto, chiamato rapporto di conversione che solitamente è prefissato nelle condizioni di emissione del prestito.

Il tema delle obbligazioni convertibili era, al tempo dei progetti, di grande interesse, perché tali obbligazioni rappresentavano un efficiente strumento di raccolta di capitali che però interferiva, per alcuni aspetti, con la posizione patrimoniale dei soci.<sup>79</sup> Ed i Progetti,

---

<sup>78</sup> BANFI, A., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Il Mulino, Bologna, 1990, 133. L'autore spiega come "in Italia per decenni si sono susseguite emissioni di obbligazioni convertibili, dirette e indirette, nonostante la mancanza di norme specifiche, effettuando unicamente il rinvio a regole fondate sulla prassi dettata dagli usi e dalle esigenze degli operatori".

<sup>79</sup> Il parere del CNEL del 1966 (in *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 1966, 219), recita: "tra le ragioni che hanno finora impedito un efficace e corretto impiego di tale istituto assume preminente rilievo l'attuale silenzio della legge circa la rispettiva condizione dei sottoscrittori delle dette obbligazioni e degli azionisti nei riguardi delle emissioni di nuovo capitale necessarie per fronteggiare le domande di

tenendo conto di queste esigenze, stabilirono che le obbligazioni convertibili dovessero essere offerte in opzione ai soci in proporzione delle azioni possedute e che l'opzione, in caso di aumento del capitale durante il periodo di convertibilità delle obbligazioni, spettasse anche agli obbligazionisti in concorso con i soci sulla base del rapporto di cambio fra le obbligazioni e le azioni. Con ciò si voleva mettere gli obbligazionisti in condizione di non risentire di tutti i futuri ed eventuali aumenti di capitale.<sup>80</sup>

Il primo dei problemi da risolvere<sup>81</sup> era l'operatività dei meccanismi di conversione.

Una soluzione rassicurante, in tal senso, vedeva la società emittente garantire il proprio impegno, riservando agli obbligazionisti le proprie azioni detenute in portafoglio<sup>82</sup>. Tale soluzione, tuttavia, non era agevolmente praticabile, perché presupponeva che la società detenesse azione proprie ex art. 2357

---

conversione nonché degli aumenti del capitale sociale eventualmente deliberati in via autonoma durante il periodo di ammortamento del prestito obbligazionario.”

<sup>80</sup> DE GENNARO, G., *La riforma della disciplina societaria e la tecnica legislativa*, in *Rivista delle Società*, Milano, 1967, 119. Nella stessa sede il Prof. De Gennaro rileva che è presente un errore all'interno del progetto: all'art 19, primo comma, secondo periodo, infatti è riconosciuto il diritto di opzione ai possessori di obbligazioni convertibili in azioni soltanto sulle nuove azioni emesse “durante il periodo di convertibilità”.

<sup>81</sup> DOMENICHINI, G., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Giuffrè, Milano, 1993, numero 143, 31

<sup>82</sup> VISENTINI, B., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Rassegna dell'Associazione Bancaria Italiana, Roma, 1947

c.c. Difficoltà più ampie sorgevano, infatti, quando la società, non avendo azioni proprie, doveva procedere all'emissione di nuove azioni direttamente a favore dei convertisti.

La dottrina italiana, ad opera essenzialmente di Bruno Visentini, partendo anche dall'esperienza tedesca, sul punto era giunta alla seguente conclusione: 1) l'attribuzione del diritto di opzione agli obbligazionisti comportava "la esclusione del diritto di opzione degli azionisti"<sup>83</sup>; 2) tale esclusione non può essere deliberata, ex art 2441 u.c. (nella versione del 1942), se non contestualmente all'aumento di capitale; 3) conseguiva che il diritto di conversione concesso prima della delibera di aumento del capitale sarebbe stato necessariamente condizionato alla futura esclusione del diritto di opzione da parte dell'assemblea deliberante l'aumento; 4) i convertisti, *ergo*, non avrebbero potuto avanzare nessuna pretesa nei

---

<sup>83</sup> VISENTINI B., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Giuffrè, Milano, 1993, numero 143, 62 secondo il quale, contestuale o successivo che fosse, l'aumento di capitale destinato alla creazione delle azioni da offrire in conversione doveva prevedere l'esclusione del diritto di opzione, sembrando le due deliberazioni "inscindibili, non avendo quella di aumento di capitale ragione di essere presa disgiuntamente dalla prima. Si segnala dottrina difforme in materia: NOBILI, R., *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958, 46, che sostiene la differenza tra escludere il diritto di opzione dei soci non in correlazione ad un aumento di capitale (ipotesi invalida ai sensi del 2441 u.c.), e assumere un impiego verso i terzi ad offrire azioni di futura emissione. Quest'ultima fattispecie non implicherebbe di per sé una violazione del disposto dell'art. 2441. Non si potrebbe quindi parlare di invalidità dell'impegno, come invece fa VISENTINI B.

confronti della società, non potendo pretendere, in caso di mancata attribuzione delle azioni, alcun risarcimento dei danni, in quanto non si sarebbe prefigurato l'inadempimento della società.

Per i predetti motivi, i Progetti di riforma sia della Commissione Santoro Passarelli, sia della Commissione De Gregorio, ammisero il diritto di opzione anche con riguardo alle obbligazioni convertibili in azioni.

Il punto, però, era oggetto di discussione sotto molteplici aspetti. Da una parte, si sottolineava comunemente che le nuove azioni da emettere in favore degli obbligazionisti non potessero essere offerte in opzione ai vecchi soci, a meno di sacrificare e vanificare il diritto del portatore dell'obbligazione alla conversione stessa, parte degli interpreti riteneva che l'esclusione del diritto di opzione fosse comunque implicita nella stessa delibera di emissione delle obbligazioni convertibili<sup>84</sup>; la maggioranza degli autori preferiva ravvisare nella deliberazione di emissione delle obbligazioni una giusta causa di esclusione del diritto di opzione ex art. 2441 c.c. III co., richiedendo altresì che la delibera di aumento venisse adottata con le maggioranze qualificate richieste dalla legge, cioè oltre il cinquanta per cento del capitale sociale.

L'ampio dibattito accennato, ha indubbiamente influenzato l'opera del legislatore che nel 1974, con la legge 216, ha cercato di disegnare per la prima volta l'istituto delle obbligazioni convertibili.

---

<sup>84</sup> Si legga, in tal senso, COLUSSI, V., *Problemi delle obbligazioni convertibili*, in Rivista del diritto civile, 1967, I, 62.

L'art. 2420 c.c., introdotto con la novella del 1974, è venuto a colmare una lacuna legislativa sul procedimento di emissione di obbligazioni convertibili ed ha contemporaneamente consentito di superare i dubbi circa la legittimità di tali emissioni nel nostro ordinamento, che erano stati avanzati da parte minoritaria della dottrina. Si era infatti ritenuto che la struttura peculiare di tali obbligazioni contrastasse con alcuni principi fondamentali della disciplina societaria. Le obbligazioni convertibili entrarono così nel nostro diritto positivo<sup>85</sup>.

L'art. 2420 c.c., introdotto nel codice grazie alla legge 216, riproduceva totalmente l'art. 4 del progetto Marchetti. E più precisamente, mentre i primi cinque commi delle due norme sono assolutamente identici tra loro, il sesto comma dell'art. 2420 bis c.c. contempla la modifica del rapporto di cambio oltre che nel caso di riduzione di capitale per perdite anche nell'aumento di capitale mediante imputazione di riserve. Ad una ulteriore identità del settimo comma, corrispondono le modifiche dell'ottavo e nono comma.: in particolare, l'ottavo porta a variazioni di pena – in aumento – per gli amministratori colpevoli di alcune omissioni, mentre il nono comma modifica il trattamento fiscale delle obbligazioni convertibili, adeguandolo all'art. 26 d.p.r 29 settembre 1973, n.600. Autorevole

---

<sup>85</sup> BORGIA CAVALLO, R., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1978, 89

dottrina<sup>86</sup> segnalò come nella legge del '74 fosse presente una lacuna macroscopica, identificata nella mancanza di ogni accenno al procedimento indiretto di ammissione delle obbligazioni convertibili<sup>87</sup>.

Ad ogni modo, ad una prima ricognizione, le disposizioni sulle obbligazioni convertibili risultarono insufficienti e mal formulate<sup>88</sup>, in considerazione del fatto che questo istituto era stato oggetto a lungo delle formulazioni dei progetti e più in generale di confronti dottrinari ampi.

Attualmente, la competenza per l'emissione delle obbligazioni convertibili spetta, per espressa previsione di legge, all'assemblea straordinaria. L'art. 2410 ter c.c. prevede la possibilità di delegarla agli amministratori. Essa va attribuita loro dallo statuto in sede di costituzione della società e in tal caso la delega è

---

<sup>86</sup> BUONOCORE, V., *Le obbligazioni convertibili*, in La riforma- stralcio delle società per azioni e la piccola riforma della borsa valori, Atti del seminario – Milano 11,13 Novembre 1974, università Cattolica del Sacro Cuore, Vita e pensiero Editore, 1976, 5

<sup>87</sup>Come è noto, infatti, in tema di emissione e di conversione di obbligazioni in azioni, si suole distinguere tra un procedimento diretto e un procedimento indiretto. La differenza, assai importante è dovuta al fatto che mentre nel procedimento diretto le obbligazioni sono convertibili in azioni della stessa società emittente, nel procedimento indiretto la società che emette le obbligazioni è diversa da quella nelle cui azioni sono convertibili le stesse obbligazioni. Oppure, altra alternativa di procedimento indiretto, si ha quando è un terzo che colloca sul mercato le obbligazioni di cui dispone annettendovi un privilegio di conversione.

<sup>88</sup> BORGIA CAVALLO, R., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1978, 90.

esercitabile entro cinque anni dall'iscrizione dell'atto costitutivo nel registro delle imprese, oppure a seguito di modificazione statutaria.

Rispetto al principio generale fissato dall'art. 2410 c.c., la competenza delegata agli amministratori ai sensi dell'art. 2420 ter c.c., deve considerarsi di carattere eccezionale; la delibera di emissione può infatti incidere in maniera significativa sulle posizioni dei soci e sugli assetti proprietari della società emittente. In presenza di un organo pluripersonale, non sarà possibile una subdelega ai singoli componenti, ad amministratori delegati o al comitato esecutivo: essa dovrà essere sempre esercitata collegialmente dall'organo amministrativo .

## **7. L'INTRODUZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI**

Il codice civile, nella formulazione del 1942, faceva riferimento, quanto ai titoli di partecipazione, ad una dicotomia chiara e netta: considerava le azioni e le obbligazioni, ammettendo, così, la classica distinzione tra capitale di rischio e capitale di credito.

Questa distinzione aveva cominciato a “vacillare” già molto tempo prima della riforma, in quanto si osservava un’ampia articolazione tipologica dei titoli obbligazionari e azionari che comportava un’attenuazione delle differenze esistenti, nell’ambito di una tendenza comune a tutti gli ordinamenti<sup>89</sup>: basti pensare, a titolo di esempio, alle azioni di risparmio o alle obbligazioni convertibili. Titoli che, per alcuni profili, assumono caratteristiche ibride che quindi non seguono lo schema della distinzione sopra accennato e che, seppur codificati per la prima volta con la legge 216, quasi ormai quarant’anni orsono, erano stati ipotizzati dai Progetti di Riforma precedentemente analizzati.

Questa categoria di strumenti appare volta a perseguire – come afferma la relazione introduttiva della riforma – l’obiettivo politico di ampliare la possibilità di “acquisizione di ogni elemento utile allo svolgimento dell’attività sociale”.

Con la riforma organica del 2003 il legislatore, inserendosi

---

<sup>89</sup> ASCARELLI, T., *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *Problemi giuridici*, II, Milano, 1959, 685

nel contesto così descritto, ha disciplinato – meglio, tentato di disciplinare<sup>90</sup> – quella zona intermedia che, precedentemente alla riforma, era rimasta priva di regolamentazione<sup>91</sup>.

Ad oggi, gli strumenti finanziari rappresentano uno degli istituti più dibattuti in dottrina, a partire dall'inquadramento tipologico della fattispecie.

La sezione quinta del codice, che dal 2003 è dedicata alle azioni e agli altri strumenti finanziari partecipativi, si apre con l'art. 2346 c.c., che all'ultimo comma, sancisce che “resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte di soci o di terzi anche di opere o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di

---

<sup>90</sup> CORSI, F., *La nuova s.p.a: gli strumenti finanziari*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2004, 415, ribadisce come gli strumenti finanziari siano “non meglio identificati”, potendone trarre, in prima battuta “soltanto una nozione negativa: vogliono essere qualcosa di diverso dalle azioni e dalle obbligazioni, qualcosa che si aggiunge a queste. Se poi, approfondendo il discorso, andiamo a cercare indicazioni legislative in positivo sulle loro caratteristiche e natura, , non raccogliamo una massa di dati tale da offrire una solida e coerente base ricostruttiva”.

<sup>91</sup> NOTARI, M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *AA.VV., Il nuovo ordinamento delle società*, Ipsoa, Milano, 2003, 48-49 che sottolinea come la dottrina abbia preso atto di questo fenomeno, per cui tra i due estremi delle azioni ordinarie (rappresentante il capitale di rischio) e le obbligazioni “pure e semplici” (rappresentanti il capitale di credito), esiste un ampio novero di strumenti finanziari, lungo una linea che, senza soluzione di continuità, congiunge i due estremi e il cui contenuto può essere liberamente stabilito dall'autonomia statutaria e negoziale.

diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti.”

La prima differenza con gli altri strumenti partecipativi che la società per azioni aveva conosciuto fino al 2003 – le azioni – risiede nel fatto che gli strumenti finanziari qui disciplinati possono essere emessi anche a fronte di apporti di prestazioni di opere o servizi<sup>92</sup> non imputabili invece a capitale sociale, in forza delle limitazioni introdotte per le società azionarie dal D.P.R. 10 febbraio 1986, n.30, in attuazione dei vincoli derivanti dalla seconda direttiva comunitaria (n.77/91/CEE del 13 dicembre 1976), e mantenute ferme nell'attuale disciplina.

Questa categoria di strumenti, così configurata, appare volta a perseguire – come afferma la relazione introduttiva della riforma – l'obiettivo politico di ampliare la possibilità di acquisizione di ogni elemento utile allo svolgimento dell'attività sociale.

---

<sup>92</sup> La Relazione Ministeriale ha infatti sottolineato, a tal proposito, che “ sempre perseguendo l'obiettivo politico di ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale, ma con soluzione necessariamente coerente con i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria che imperativamente vieta il conferimento di opere e servizi, si è espressamente ammessa la possibilità che, in tal caso, fermo rimanendo il divieto di loro imputazione a capitale, siano emessi strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi [...] In tal modo si è cercato un punto di equilibrio tra il divieto imposto nell'ordinamento comunitario e l'esigenza di consentire pure l'acquisizione alla società di valori a volte di notevole rilievo”..

L'ultimo comma dell'art. 2411 c.c., stabilendo “la disciplina della presente sezione (ndr. delle obbligazioni) si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società”, introduce un elemento di rischio che rende difficile l'individuazione della causa alla base di questi tipo di strumenti<sup>93</sup>.

Resta difficile ricondurre questo tipo di strumenti ad una unicità causale. Proprio per questo, parte della dottrina ha ipotizzato

---

<sup>93</sup> Si legga *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Montagnani, C., (a cura di), il quale osserva che “il riconoscimento di un qualche diritto amministrativo, anche se del tutto marginale, risulterebbe sufficiente ad escludere, e dunque ad eludere, l'applicazione della disciplina delle obbligazioni in relazione a strumenti che pur presentano un contenuto patrimoniale del tutto corrispondente a quello delle obbligazioni tradizionali. Una lettura siffatta non risulta invero convincente: essa, infatti, muove da una convinzione del tutto indimostrata [...] in base alla quale gli strumenti finanziari forniti di diritti amministrativi risultano, per ciò solo, estranei al concetto tipologico di obbligazione. La disciplina delle obbligazioni sembra ispirata ad esigenze rispetto alle quali la presenza di diritti amministrativi, accanto a quelli patrimoniali, appare del tutto indifferente [...] Non si vede, allora, per quale ragione escludere l'applicazione della disciplina delle obbligazioni in ordine agli strumenti finanziari che, pur essendo forniti di diritti amministrativi, e dunque pur comportando una partecipazione all'organizzazione, garantiscono comunque il rimborso del capitale prestato: i quali, in particolare, risultano anch'essi sottoposti alla disciplina delle obbligazioni e proprio in quanto obbligazioni in senso tipologico ai sensi del primo comma dell'art. 2411”c.c.

si tratti di strumenti caratterizzati da “diverse possibili cause”, idonee a perseguire “articolate funzioni economiche<sup>94</sup>”.

Anche per quanto riguarda altri profili, si pongono molteplici problemi interpretativi, non essendo possibile una univoca lettura dell’articolato di riferimento.

Per ciò che attiene la circolazione di tali strumenti, si rileva che l’art. 2346 c.c. fa riferimento alla “legge di circolazione, se ammessa”, non prevedendo quindi una regola di *default*.

Per quanto riguarda i diritti amministrativi, l’art. 2346 esclude in maniera chiara la partecipazione dei titolari di strumenti finanziari alla assemblea generale degli azionisti. Invece, l’ultimo comma dell’art. 2351 consente agli strumenti di essere dotati di diritto di voto su argomenti specificatamente indicati, oltre al diritto

---

<sup>94</sup> BORGIA CAVALLO, R., *Della società per azioni*, Tomo IV, delle obbligazioni, in Commentario al codice civile, Scialoja-Branca, (a cura di) GALGANO, F., Bologna Zanichelli, 2005; diversamente VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006, 279, secondo cui “gli strumenti finanziari partecipativi sono azioni per la loro causa giuridica, sono azioni senza il voto nelle assemblee generali; se la società ha un termine di durata può essere previsto per il loro rimborso un termine inferiore; sono azioni a termine; [...] sono, nella sostanza civilistica del contratto, azioni che il consiglio può emettere. Sono azioni non soggette in sede di emissione al diritto di opzione dei soci. Sono azioni il cui conferimento, ovvero apporto, non è vincolato a capitale, con tutte le conseguenze che ne derivano. Sono azioni il cui contenuto può essere ampiamente delineato, per esempio può essere previsto a loro favore un diritto di riscatto [...]. Sono azioni senza voto che, sembrerebbe, possano essere emesse per un ammontare che complessivamente, con le obbligazioni, non superi il limite stabilito per queste”.

di nominare un componente indipendente del consiglio di sorveglianza o del consiglio di amministrazione o del collegio sindacale.

Stando al dato normativo, non è semplice individuare quale sia la sede in cui i titolari degli strumenti finanziari possano esercitare il loro diritto di voto<sup>95</sup>.

Alla luce delle evidenti lacune normative e delle problematiche interpretative brevemente richiamate, gli strumenti finanziari introdotti nel 2003 sembrano esser rimasti a livello di intuizione legislativa non adeguatamente regolata.

---

<sup>95</sup> Parte della dottrina ha ipotizzato una partecipazione eccezionale dei titolari di strumenti finanziari nella assemblea generale degli azionisti, anche se solo in riferimento alle delibere di comune competenza. Si veda, ad esempio, BORGIA CAVALLO, R., *Della società per azioni*, Tomo IV, delle obbligazioni, in Commentario al codice civile, Scialoja-Branca, (a cura di) GALGANO, F., Bologna Zanichelli, 2005; di opinione contraria VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, Cedam, Milano, 2006, che sottolinea come la chiarezza del dato normativo (“escluso il voto nell’assemblea generale degli azionisti” richiamato dall’art. 2346 c.c.) impedisca la partecipazione dei titolari di strumenti finanziari nell’assemblea generale degli azionisti. Lo stesso autore non ritiene ammissibile nemmeno il richiamo alle assemblee speciali disciplinate dall’art. 2376 c.c., perché vorrebbe dare al voto degli strumentisti un valore di veto nei confronti delle deliberazioni formatesi nella assemblea degli azionisti. L’unica soluzione configurabile sarebbe quella di pensare ad una formazione del voto, dei titolari degli strumenti, al di fuori dell’assemblea, concorrendo poi nella determinazione della decisione come apporto esterno al procedimento assembleare.



## Nominatività delle azioni

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Riforma del 2003</b>
<p>Le azioni possono essere nominative o al portatore, a scelta dell'azionista, se l'atto costitutivo non stabilisce che devono essere nominative.</p> <p>Le azioni non possono essere al portatore, finché non siano interamente liberate.</p> <p>l'atto costitutivo può sottoporre particolari condizioni in alienazione delle azioni nominative</p>	<p>Le azioni della società sono nominative.</p> <p>Per le azioni intestate a persone fisiche devono essere indicati, sul titolo e nel libro dei soci, il nome, il luogo e la data di nascita, il domicilio e la cittadinanza; per quelle intestate a persone giuridiche, la denominazione, la sede principale e la nazionalità.</p> <p>Per le azioni intestate a società semplici, in nome collettivo o in accomandita semplice, ed associazioni non riconosciute o a comitati devono essere indicati oltre la denominazione o ragione sociale e la sede principale, in quanto stabilite, le generalità, il domicilio e la cittadinanza di almeno una delle persone che ne hanno la rappresentanza.</p>	<p>I titoli possono essere nominativi o al portatore, a scelta del socio, se lo statuto o le leggi speciali non stabiliscano diversamente.</p> <p>Finché le azioni non siano interamente liberate, non possono essere emessi titoli al portatore. I titoli azionari devono indicare:</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1) la denominazione e la sede della società;</li><li>2) la data dell'atto costitutivo e della sua iscrizione e l'ufficio del registro delle imprese dove la società è iscritta</li><li>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;</li><li>4) l'ammontare dei versamenti parziali sulle azioni non interamente liberate;</li><li>5) i diritti e gli obblighi particolari ad essi inerenti. I titoli azionari devono essere sottoscritti da uno degli amministratori. È valida la sottoscrizione mediante riproduzione meccanica della firma.</li></ol> <p>Le disposizioni di questo articolo si applicano anche ai certificati provvisori che</p>

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Riforma del 2003</b>
		<p>si distribuiscono ai soci prima dell'emissione dei titoli definitivi.</p> <p>Sono salve le disposizioni delle leggi speciali in tema di strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati.</p> <p>Lo statuto può assoggettare le azioni alla disciplina prevista dalle leggi speciali di cui al precedente comma.</p>

## Azioni di risparmio

Progetto De Gregorio	Progetto De Gennaro-Visentini	Legge 216/1974	TUIF
<p>Le società ammesse alla quotazione in borsa possono emettere, per un ammontare non superiore alla metà del capitale sociale, azioni di risparmio prive del diritto di voto e privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale.</p> <p>Il privilegio delle azioni di risparmio nella ripartizione degli utili non può essere inferiore al 5% della corrispondente quota del capitale versato e delle riserve obbligatorie e facoltative iscritte nel bilancio di esercizio.</p> <p>Quando in un esercizio è stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore alla misura del privilegio, i possessori hanno diritto al recupero della differenza nei tre</p>	<p>Le società ammesse alla quotazione in borsa possono emettere, per un ammontare non superiore alla metà del capitale sociale, azioni di risparmio prive del diritto di voto e privilegiate nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale.</p> <p>Il privilegio delle azioni di risparmio nella ripartizione degli utili non può essere inferiore al 5% della corrispondente quota del capitale versato e delle riserve scritte in bilancio, fermo restando il diritto a una parte proporzionale degli utili distribuiti se l'ammontare di questi supera quello necessario per assegnare anche alle altre azioni un dividendo pari alla misura del privilegio. Quando in un esercizio è stato assegnato alle azioni di</p>	<p>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 del codice civile, la metà del capitale sociale. Tali azioni devono contenere la denominazione di "azioni di risparmio" in aggiunta alle indicazioni prescritte dall'art. 2354 del codice civile.</p> <p>Le azioni di risparmio possono essere emesse tanto in sede di aumento del capitale sociale, osservando le disposizioni dell'art. 2441 del codice civile, quanto in sede di conversione di azioni già emesse, ordinarie o di altra categoria. Il diritto alla conversione è attribuito ai soci</p>	<p>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.</p> <p>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. Le azioni devono contenere, in aggiunta alle indicazioni prescritte dall'articolo 2354 del codice civile, la denominazione di "azioni di risparmio" e l'indicazione</p>

<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>TUIF</b>
<p>esercizi successivi. Allo scioglimento della società le azioni di risparmio sono privilegiate 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 che eccede il valore nominale complessivo di altre azioni. Se il valore nominale complessivo delle altre azioni si riduce al di sotto della metà del capitale o se in conseguenza della perdita il capitale si riduce al di sotto del minimo stabilito dall'articolo due, e l'assemblea non delibera l'aumento nella misura necessaria, la società si</p>	<p>risparmio un dividendo inferiore alla misura del privilegio, la differenza è computata in aumento del privilegio spettante nei tre esercizi successivi. Allo scioglimento della società le azioni di risparmio sono privilegiate 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 che eccede il valore nominale complessivo di altre azioni. Se il valore nominale complessivo delle altre azioni si riduce al di sotto della metà del capitale o se in conseguenza della perdita il capitale si riduce al di sotto del minimo stabilito dall'articolo due, e l'assemblea non delibera l'aumento nella</p>	<p>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 del codice civile, 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</p>	<p>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 nominative. 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</p>

<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>TUIF</b>
<p>scioglie.</p> <p>Le azioni di risparmio attribuiscono anche in concorso con le altre azioni, i diritti indicati dagli articoli 2408, 2409, 2422, 2437 del codice civile e degli articoli 13, 14,18 secondo comma, e 20 secondo comma della presente legge.</p> <p>Le azioni di risparmio sono in ogni caso ammesse alla quotazione in borsa e devono recare, oltre quanto prescritto dall'2354 del codice civile, l'indicazione di azioni di risparmio.</p> <p>Della parte del capitale sociale rappresentata da azioni di risparmio non si tiene conto ai fini della costituzione in assemblea e della validità delle deliberazioni.</p>	<p>misura necessaria, la società si scioglie.</p> <p>Le azioni di risparmio attribuiscono anche in concorso con le altre azioni, i diritti indicati dagli articoli 2408, 2409, 2422, 2437 del codice civile e degli articoli 17, 18,21 quarto comma, e 23 secondo comma della presente legge.</p> <p>Della parte del capitale sociale rappresentata da azioni di risparmio non si tiene conto ai fini della regolare costituzione dell'assemblea e della validità delle deliberazioni ne ai fini delle aliquote di capitale stabilite dall'articolo 2393 del codice civile e dell'articolo nove della presente legge.</p> <p>Le azioni, oltre quanto prescritto dall'articolo 2354 del codice civile, devono recare l'indicazione di azioni di risparmio.</p>	<p>costituzione dell'assemblea e dalla validità delle deliberazioni, né per il calcolo delle aliquote stabilite dagli articoli 2367, primo comma, e 2393, terzo e quarto comma, del codice civile.</p> <p>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.</p> <p>Gli amministratori che emettono azioni di risparmio senza l'indicazione prescritta nel primo comma sono puniti con l'ammenda da lire 1 milione a lire 5 milioni.</p> <p>Gli utili netti risultanti dal bilancio regolarmente approvato, dedotta la quota di riserva legale, devono essere distribuiti alle azioni di risparmio fino alla concorrenza del cinque per cento</p>	<p>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.</p> <p>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 civile.</p> <p>Le azioni di risparmio possono essere emesse sia in sede di aumento del capitale</p>

Progetto De Gregorio	Progetto De Gennaro-Visentini	Legge 216/1974	TUIF
		<p>del valore nominale dell'azione.</p> <p>Gli utili che residuano dopo l'assegnazione alle azioni di risparmio del dividendo privilegiato stabilito nel primo 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.</p> <p>L'atto costitutivo può stabilire il dividendo privilegiato di cui al primo comma e la maggiorazione di cui al comma precedente in misura superiore a quelle ivi indicate.</p> <p>Quando in un esercizio sia stato assegnato alle azioni di risparmio un dividendo inferiore alla misura indicata nel primo comma o stabilita ai sensi del terzo comma,</p>	<p>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. 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</p>

<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>TUIF</b>
		<p>la differenza è computata in aumento del dividendo privilegiato nei due esercizi successivi.</p> <p>In caso di distribuzione di riserve le azioni di risparmio hanno gli stessi diritti delle altre azioni.</p> <p>Allo scioglimento della società le azioni di risparmio hanno prelazione nel rimborso del capitale per l'intero valore nominale.</p> <p>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.</p> <p>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</p>	<p>ordinarie.</p>

<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>TUIF</b>
		<p>previsto nel primo comma dell'art. 14 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.</p> <p>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.</p> <p>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</p>	

## Diritto di opzione

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto Ascarelli</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>Riforma del 2003</b>
<p>Le azioni ordinarie di nuova emissione devono essere offerte in opzione agli azionisti, in proporzione del numero delle azioni da essi possedute, salvo che per deliberazione dell'assemblea debbano essere liberate in tutto o in parte mediante conferimenti in natura.</p> <p>Per l'esercizio del diritto di opzione deve essere concesso agli azionisti al termine non inferiore a giorni 15 dalla pubblicazione dell'offerta di opzione nella gazzetta ufficiale del regno.</p> <p>Quando l'interesse della società lo esige, il</p>	<p>Sono abrogati l'articolo 2441 ultimo comma e l'articolo 2410 penultimo comma.</p> <p>Devono essere offerte in opzione agli azionisti a norma dell'articolo 2441 anche le azioni privilegiate di nuova emissione. Qualora vengano emesse azioni ordinarie e azioni privilegiate, ciascun azionista eserciterà il diritto d'opzione che gli compete in proporzione al numero di azioni di qualunque categoria da lui possedute, nei riguardi delle azioni di nuova emissione di categoria</p>	<p>Le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione del numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili la opzione spetta, in concorso con i soci sulla base del rapporto di cambio tra le obbligazioni e le azioni, anche possessori di esse. I possessori di azioni di risparmio hanno diritto di ricevere in opzione le azioni di risparmio di nuova emissione e in mancanza, o per la differenza, azioni</p>	<p>Le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio. L'offerta di opzione deve essere pubblicata nel Bollettino ufficiale delle società per azioni e a responsabilità limitata. Per l'esercizio del diritto di opzione deve essere concesso un termine non inferiore a trenta</p>	<p>Le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio. L'offerta di opzione deve essere depositata presso l'ufficio del registro delle imprese. Salvo quanto previsto dalle leggi speciali per le società con azioni quotate in mercati</p>

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto Ascarelli</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>Riforma del 2003</b>
<p>diritto di opzione può essere escluso o limitato con deliberazione di aumento di capitale, approvata da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale, anche se la deliberazione presa in assemblea di seconda convocazione.</p>	<p>analoga a quelle già possedute e, in quanto queste siano insufficienti, anche in quelli di azione di altra categoria. L'aumento di capitale con conferimenti in natura può essere deliberata a maggioranza solo quando concorra un oggettivo interesse sociale la cui sussistenza può essere controllata dall'autorità garante su impugnativa dell'azionista a termini dell'articolo 2378 codice civile.</p>	<p>ordinarie. L'offerta di opzione deve essere pubblicata nella Gazzetta Ufficiale. Deve inoltre essere inviata per raccomandata non oltre la data della pubblicazione, se la società non è ammessa alla quotazione in borsa, al domicilio dei soci che ne abbiano fatto richiesta prevista dal secondo comma dell'articolo 16. Per l'esercizio del diritto di opzione deve essere assegnato ai soci un termine non inferiore ai 30 giorni dalla pubblicazione dell'offerta.</p>	<p>giorni dalla pubblicazione dell'offerta. Coloro che esercitano il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni e delle obbligazioni convertibili in azioni che siano rimaste non optate. Se le azioni sono quotate in borsa, i diritti di opzione non esercitati devono essere offerti in borsa dagli amministratori, per conto della società, per almeno cinque riunioni, entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito a</p>	<p>regolamentati, per l'esercizio del diritto di opzione deve essere concesso un termine non inferiore a trenta giorni dalla pubblicazione dell'offerta. Coloro che esercitano il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni e delle obbligazioni convertibili in azioni che siano rimaste non optate. Se le azioni sono quotate sui mercati regolamentati, i diritti di opzione non esercitati devono essere offerti nel mercato regolamentato dagli amministratori, per</p>

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto Ascarelli</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>Riforma del 2003</b>
		<p>I soci che esercitano il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni e obbligazioni non quotate in borsa che rimangono non optate. Entro un mese dalla scadenza del termine stabilito a norma del secondo comma, i diritti di opzione non esercitati devono essere offerti in borsa dagli amministratori per conto della società, per almeno 5 riunioni. Il diritto di opzione non spetta per le azioni di nuova emissione che</p>	<p>norma del secondo comma. Il diritto di opzione non spetta per le azioni di nuova emissione che, secondo la deliberazione di aumento del capitale, devono essere liberate mediante conferimenti in natura. Quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale, approvata da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale, anche se la deliberazione è presa in assemblea di seconda o terza convocazione.</p>	<p>conto della società, per almeno cinque riunioni, entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito a norma del secondo comma. Il diritto di opzione non spetta per le azioni di nuova emissione che, secondo la deliberazione di aumento del capitale, devono essere liberate mediante conferimenti in natura. Nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati lo statuto può altresì escludere il diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente, a</p>

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto Ascarelli</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>Riforma del 2003</b>
		<p>secondo la deliberazione di aumento del capitale devono essere liberate mediante conferimento in natura né per quella da assegnare ai possessori di obbligazioni convertibili a norma dell'articolo 20.</p>	<p>La deliberazione di aumento del capitale, quando il diritto di opzione sia escluso o limitato ai sensi del quarto o del quinto comma, determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.</p> <p>Con deliberazione dell'assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie può essere escluso il diritto di opzione limitatamente a</p>	<p>condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione dalla società incaricata della revisione contabile. Quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale, approvata da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale, anche se la deliberazione è presa in assemblea di convocazione successiva alla prima. Le proposte di aumento</p>

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto Ascarelli</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>Riforma del 2003</b>
			<p>un quarto delle azioni di nuova emissione, se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società. L'esclusione dell'opzione in misura superiore al quarto deve essere approvata con la maggioranza prescritta nel quinto comma.</p>	<p>di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del primo periodo del quarto comma o del quinto comma del presente articolo, devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione. La relazione deve essere comunicata dagli</p>

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto Ascarelli</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>Riforma del 2003</b>
				<p>amministratori al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza e al soggetto incaricato del controllo contabile almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea. Entro quindici giorni il collegio sindacale deve esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni. Il parere del collegio sindacale e la relazione giurata dell'esperto designato dal tribunale nell'ipotesi prevista dal quarto comma devono restare depositati nella sede della società durante i</p>

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto Ascarelli</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>Riforma del 2003</b>
				<p>quindici giorni che precedono l'assemblea e finché questa non abbia deliberato; i soci possono prenderne visione.</p> <p>La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.</p> <p>Non si considera escluso né limitato il diritto di opzione qualora la deliberazione di aumento di capitale preveda che le azioni di nuova emissione siano</p>

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto Ascarelli</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>Riforma del 2003</b>
				<p>sottoscritte da banche, da enti o società finanziarie soggetti al controllo della Commissione nazionale per le società e la borsa ovvero da altri soggetti autorizzati all'esercizio dell'attività di collocamento di strumenti finanziari, con obbligo di offrirle agli azionisti della società, con operazioni di qualsiasi tipo, in conformità con i primi tre commi del presente articolo. Nel periodo di detenzione delle azioni offerte agli azionisti e comunque fino a quando non sia stato esercitato il diritto di opzione, i</p>

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto Ascarelli</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>Riforma del 2003</b>
				<p>medesimi soggetti non possono esercitare il diritto di voto. Le spese dell'operazione sono a carico della società e la deliberazione di aumento del capitale deve indicarne l'ammontare.</p> <p>Con deliberazione dell'assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie può essere escluso il diritto di opzione limitatamente a un quarto delle azioni di nuova emissione, se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o di società che la controllano o che sono</p>

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto Ascarelli</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/1974</b>	<b>Riforma del 2003</b>
				da essa controllate. L'esclusione dell'opzione in misura superiore al quarto deve essere approvata con la maggioranza prescritta nel quinto comma.

## Obbligazioni convertibili in azioni

Progetto De Gregorio	Progetto De Gennaro-Visentini	Legge 216/74	Riforma del 2003
<p>La deliberazione di emissione delle obbligazioni può prevedere che queste siano convertite, su richiesta degli obbligazionisti, in azioni di nuova emissione, determinando il periodo delle modalità della conversione.</p> <p>Entro 60 giorni dalla scadenza del periodo di cui al precedente comma gli amministratori provvedono all'aumento del capitale sociale in misura corrispondente all'ammontare nominale delle azioni spettanti agli obbligazionisti che hanno chiesto la conversione. La relativa deliberazione deve essere depositata e iscritta a norma dell'articolo 2436 del codice civile ma non è soggetta alle disposizioni</p>	<p>La deliberazione di emissione delle obbligazioni può prevedere che queste siano convertite, su richiesta degli obbligazionisti, in azioni di nuova emissione, determinando il periodo e le modalità di conversione.</p> <p>Nel primo mese di ciascun trimestre gli amministratori provvedono all'emissione delle azioni spettanti agli obbligazionisti che hanno chiesto la conversione nel trimestre precedente o danno atto dell'aumento del capitale sociale in misura corrispondente al valore nominale e delle azioni stesse. La deliberazione degli amministratori è depositata e iscritta a norma dell'articolo 2444 del codice civile. Le</p>	<p>L'assemblea straordinaria può deliberare l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni determinando il rapporto di cambio e il pericolo e le modalità della conversione. La deliberazione non può essere adottata se il capitale sociale non sia stato interamente versato. Contestualmente la società deve deliberare l'aumento del capitale sociale per un ammontare corrispondente al valore nominale delle azioni da attribuire in conversione.</p> <p>Le obbligazioni convertibili non possono emettersi per somma inferiore al loro valore nominale.</p> <p>Nel primo mese di ciascun semestre gli amministratori provvedono all'emissione delle</p>	<p>L'assemblea straordinaria può deliberare l'emissione di obbligazioni convertibili in azioni, determinando il rapporto di cambio e il periodo e le modalità della conversione. La deliberazione non può essere adottata se il capitale sociale non sia stato interamente versato. Contestualmente la società deve deliberare l'aumento del capitale sociale per un ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione. Si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni del secondo, terzo, quarto e quinto comma dell'articolo 2346.</p> <p>Nel primo mese di ciascun semestre gli amministratori provvedono all'emissione delle</p>

<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/74</b>	<b>Riforma del 2003</b>
<p>dell'articolo 2488 del codice civile e dell'articolo 15 della presente legge.</p>	<p>disposizioni dell'articolo 2438 del codice civile degli articoli 42 e 50 della presente legge non si applicano.</p>	<p>azioni spettanti agli obbligazionisti che hanno chiesto la conversione nel semestre precedente. Entro il mese successivo gli amministratori devono depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese un'attestazione dell'aumento del capitale sociale in misura corrispondente al valore nominale delle azioni emesse. Si applica la disposizione del secondo comma dell'art. 2444. Fino a quando non siano scaduti i termini fissati per la conversione, la società non può deliberare né la riduzione del capitale esuberante, né la modificazione delle disposizioni dell'atto costitutivo concernente la ripartizione degli utili, né la</p>	<p>azioni spettanti agli obbligazionisti che hanno chiesto la conversione nel semestre precedente. Entro il mese successivo gli amministratori devono depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese un'attestazione dell'aumento del capitale sociale in misura corrispondente al valore nominale delle azioni emesse. Si applica la disposizione del secondo comma dell'articolo 2444. Fino a quando non siano scaduti i termini fissati per la conversione, la società non può deliberare né la riduzione volontaria del capitale sociale, né la modificazione delle disposizioni dello statuto concernenti la ripartizione</p>

<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/74</b>	<b>Riforma del 2003</b>
		<p> fusione con altra società salvo che ai possessori di obbligazioni convertibili sia stata data la facoltà, mediante avviso pubblicato nel Bollettino ufficiale delle società per azioni e a responsabilità limitata almeno tre mesi prima della convocazione dell'assemblea, di esercitare il diritto di conversione nel termine di un mese dalla pubblicazione.</p> <p> Nei casi di aumento del capitale mediante imputazione di riserve e di riduzione del capitale per perdite, il rapporto di cambio è modificato in proporzione alla misura dell'aumento o della riduzione.</p> <p> Le obbligazioni convertibili in azioni devono indicare in aggiunta a quanto stabilito</p>	<p> degli utili, salvo che ai possessori di obbligazioni convertibili sia stata data la facoltà, mediante avviso depositato presso l'ufficio del registro delle imprese almeno novanta giorni prima della convocazione dell'assemblea di esercitare il diritto di conversione nel termine di trenta giorni dalla pubblicazione.</p> <p> Nei casi di aumento del capitale mediante imputazione di riserve e di riduzione del capitale per perdite, il rapporto di cambio è modificato in proporzione alla misura dell'aumento o della riduzione.</p> <p> Le obbligazioni convertibili in azioni devono indicare in aggiunta a quanto stabilito nell'articolo 2414, il rapporto</p>

<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Legge 216/74</b>	<b>Riforma del 2003</b>
		<p>nell'art. 2413, il rapporto di cambio e le modalità della conversione".</p> <p>Gli amministratori che emettono obbligazioni convertibili senza le indicazioni prescritte nell'ultimo comma dell'art. 2420- bis del codice civile, sono puniti con l'ammenda da lire 1 milione a lire 5 milioni.</p> <p>Per le obbligazioni convertibili in azioni emesse dopo l'entrata in vigore del presente decreto la ritenuta prevista nel primo comma dell'art. 26 del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, è ridotta al 15 per cento fino alla data della conversione in azioni e in ogni caso per non più di cinque anni.</p>	<p>di cambio e le modalità della conversione.</p>



---

## **CAPITOLO II**

### **CORPORATE GOVERNANCE**

---

1. IL GOVERNAMENTO DELLA SOCIETÀ NELLA CODIFICAZIONE DEL 1942: LE PRINCIPALI CRITICITÀ CODICISTICHE DEL MODELLO ORIGINARIO

2. I PROGETTI E LE PROPOSTE DI MODIFICA DEL COLLEGIO SINDACALE: UN PARZIALE ABBANDONO DELLA NOMINA ASSEMBLEARE

3. I MODELLI DI GESTIONE DUALISTICO E MONISTICO: L'ATTENUAZIONE DEL PRINCIPIO CORPORATIVO E IL RISCHIO DI ARBITRAGGIO NORMATIVO

4. LA DISCIPLINA DELLA DELEGA AMMINISTRATIVA

5. SEGUE: LA DELEGA E I FLUSSI INFORMATIVI TRA DELEGANTI E DELEGATI. L'INTRODUZIONE DEL PRINCIPIO DELL'AGIRE IN MODO INFORMATO

## *Corporate governance*

## **CAPITOLO II**

### **CORPORATE GOVERNANCE**

#### ***1. IL GOVERNAMENTO DELLA SOCIETÀ NELLA CODIFICAZIONE DEL 1942: LE PRINCIPALI CRITICITÀ CODICISTICHE DEL MODELLO ORIGINARIO***

La ripartizione delle funzioni di gestione della società per azioni, nella formulazione originaria del codice, si evinceva dal combinato disposto degli artt. 2384 c.c. e 2364, IV co, c.c.

All'organo amministrativo erano attribuite – entro i confini dettati dall'oggetto sociale – competenze gestorie esclusive e generali. Inoltre, alla lettura dell'art. 2364, IV co. c.c., appariva pacifico che l'atto costitutivo potesse riconoscere una serie di competenze gestorie all'organo assembleare. L'inquadramento di tali funzioni, tuttavia, richiedeva uno sforzo interpretativo<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> POLI, S., *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, Milano, Giuffrè, 2011, afferma che le soluzioni interpretative erano essenzialmente due: quella di stampo “efficientistica”, che effettuava una scelta di necessità, ammettendo che la funzione amministrativa fosse affidata a soggetti ed organi che erano in grado di operare con maggiore efficienza e rapidità, cioè gli amministratori e non l'assemblea, caratterizzata invece da un alto grado di procedimentalizzazione, riguardo all'adozione delle sue delibere; quella di stampo “giuridico”, basata su un inderogabile regime di responsabilità degli amministratori nei confronti dei terzi (ex art. 2394 c.c.), che introduce un limite non derogabile statutariamente.

Secondo la dottrina dominante, i poteri degli amministratori abbracciavano tutti gli atti rientranti nell'oggetto sociale, con l'osservanza delle disposizioni contenute nella legge e nell'atto costitutivo<sup>2</sup>. L'attività degli amministratori non poteva considerarsi meramente esecutiva. Essi, quindi, svolgevano un'attività decisionale<sup>3</sup> rivolta sia all'esterno – si pensi ai contratti conclusi con i terzi – sia all'interno della società, consistente “nella scelta e nella condotta degli affari sociali, nella conservazione e nell'impiego del patrimonio della società, nell'ordinamento del suo personale e dei suoi uffici, nella sovrintendenza alla tenuta della sua contabilità e alla documentazione dei suoi atti ed operazioni”<sup>4</sup>. In sostanza, gli ampi poteri di cui godevano gli amministratori, nei limiti dell'oggetto sociale, costituivano la loro competenza istituzionale, competenza che l'assemblea non poteva invadere, se non nelle ipotesi previste dall'art. 2364 I Co., n.4 c.c.

---

<sup>2</sup> Così GRAZIANI, A., *Diritto delle Società*, Morano, Napoli, 1963, 366; FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 1971, 471; MINERVINI, G., *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè Milano, 1956, 149 e 216; GRECO, P., *Le società nel sistema legislativo italiano*, Giappichelli, Torino, 1959, 274-292; FRÈ, G., *Società per azioni*, in Commentario Scialoja-Branca, Zanichelli, Il Foro italiano. Bologna, 1972, 405.

<sup>3</sup> WEIGMANN, R., *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Giappichelli, Torino, 1974, 72;

<sup>4</sup> GRECO, P., *Considerazioni generali sulla riforma delle società per azioni*, in Studi in memoria di Tullio Ascarelli, Milano, Giuffrè, 1969, 275

Per quanto riguardava l'organo di controllo, invece, il codice del 1942 ricalcava la proposta del codice Zanardelli, caratterizzato da molteplici aspetti di inefficienza<sup>5</sup>.

Sotto il profilo strutturale, la critica più rilevante riguardava il potenziale difetto di indipendenza di giudizio dei sindaci che conseguiva dalla loro nomina ad opera dell'assemblea ordinaria e, quindi, dello stesso organo e della stessa maggioranza deputata a nominare gli amministratori, principali destinatari del controllo. Si

---

<sup>5</sup> ASCARELLI, T., *Appunti di diritto commerciale*, Roma, 1933, 379, afferma che “questo dei sindaci è uno degli istituti più bisognosi di riforma nel nostro ordinamento”. Ma il giudizio degli interpreti su tale istituto fu, da subito, molto critico. Addirittura DOMENICHINI, G., *Trattato Rescigno* (vol. 16, Torino, 1985), 535, scrive: “singolare storia quella del collegio sindacale, l'organo di controllo delle società per azioni. Rammenta la storia di quegli esseri strani, di cui si legge nei libri di storia naturale o nella letteratura, che nascono deformati, sbilenchi, pressoché inetti e inutili e che pure sembrano possedere una incredibile vitalità e resistenza...”; ed il giudizio era tale anche prima dell'emanazione del codice del 1942. Vivante, nell'ambito delle proposte elaborate dal progetto che portò il suo nome, nel 1934, propose di espungere tale organo dall'ordinamento, sostituendolo con un collegio di revisori contabili. La proposta di sopprimere il collegio sindacale era ascrivibile, essenzialmente, alla mediocre prova che l'istituto aveva dato di sé, nei cinquanta anni trascorsi dalla sua introduzione: la formazione del ruolo dei revisori dei conti rispondeva, invece, all'esigenza di una maggiore professionalità dei soggetti preposti all'attività di controllo contabile.

aggiungevano, poi, mancanza di requisiti di professionalità e una composizione numerica predeterminata e inderogabile<sup>6</sup>.

Sotto il profilo funzionale, invece, le criticità di fondo erano due: l'eccessiva mole di attribuzioni riferite al collegio e l'assenza di adeguati poteri e strumenti di reazione. Accertate le eventuali irregolarità, infatti, il principale strumento di reazione a disposizione dei sindaci era il potere-dovere di riferire in proposito all'assemblea ordinaria<sup>7</sup> e in questa sede non veniva di regola adottato alcun provvedimento verso gli amministratori, in considerazione della frequente coincidenza soggettiva tra questi ultimi e i detentori della maggioranza assembleare<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> POLI, S., *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, Milano, Giuffrè, 2011, 2;

<sup>7</sup> Cfr. TEDESCHI, R., *Il collegio sindacale*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 1992, 228, che scrive: "si deve affermare che non esiste alcuna norma che consenta ai sindaci di provvedere direttamente nei confronti dell'attività e/o delle persone degli amministratori. [...] comunque va escluso ogni potere repressivo del collegio sindacale, sia sugli atti, sia sulle persone degli amministratori"; nonché, in chiave assai più critica sulla scelta del legislatore di non dotare il collegio sindacale di adeguati poteri reattivi, FERRI, G., *Le società*, in *Trattato Vassalli*, Torino, 1987, 728 e ancora maggiormente in *I controlli interni nelle società per azioni, in controllo interni ed esterni nelle s.p.a.*, Milano, 1972, 8;

<sup>8</sup> POLI, S., *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, Milano, Giuffrè, 2011, 29

**2. I PROGETTI E LE PROPOSTE DI MODIFICA DEL COLLEGIO SINDACALE: UN PARZIALE ABBANDONO DELLA NOMINA ASSEMBLEARE**

In virtù delle criticità fin qui esposte, il collegio sindacale – caratterizzato da inefficienze – era stato al centro del dibattito dottrinario ancor prima dell’emanazione del codice civile del 1942, fino ad arrivare ai progetti di riforma.

La critica all’istituto giunse al culmine quando, nell’ambito delle proposte elaborate nel 1934 dalla commissione di studio composta da Vivante, Fré e De Gregorio, si sostenne l’opportunità di espungere tale organo dall’ordinamento, sostituendolo con un collegio di revisori contabili. L’art. 4 del progetto Vivante<sup>9</sup>, infatti stabiliva che l’istituto dei sindaci era soppresso e che i revisori legali (dei conti) dovevano essere scelti dall’Autorità giudiziaria o dagli organi sociali, “ogni qualvolta la legge autorizzava l’ispezione dei libri sociali, o la revisione dei bilanci”.

La proposta di sopprimere il collegio sindacale era ascrivibile alla prova piuttosto mediocre che l’istituto aveva dato di sé nei cinquanta anni trascorsi dalla sua introduzione. Dei due autorevoli suggerimenti della Commissione Vivante, il legislatore recepì soltanto il secondo. Si preferì, quindi, mantenere il collegio

---

<sup>9</sup> Il progetto Vivante può leggersi nella Rivista di diritto Commerciale e del diritto generale delle obbligazioni, Piccin, *sine loco*, 1934, I 309 ss.

sindacale, nella considerazione che fosse una vigilanza opportuna, non limitata al profilo contabile ma estesa all'amministrazione e alla legalità dell'azione sociale.

Tale impostazione fu tenuta ferma anche in sede di redazione del codice civile nel 1942: vennero conservati i caratteri originari del collegio sindacale, come organo di nomina assembleare addetto al controllo contabile e gestionale, e furono recepite le previsioni introdotte dalla legislazione speciale a tutela dell'indipendenza e della professionalità dei sindaci.

Tuttavia ciò non bastò ad arginare nuove proposte di riforma in tema di controlli, formulate nell'ambito più ampio di un riassetto della disciplina delle società per azioni.

A tal proposito, il progetto De Gregorio tentò di introdurre una serie di innovazioni: 1) la facoltà della struttura unipersonale anziché collegiale, dell'organo di controllo, per le società per azioni con capitale sino ad 1 miliardo di lire; 2) l'obbligo di appartenenza del presidente del collegio sindacale, o del sindaco unico, o del sindaco supplente, al ruolo dei revisori ufficiali dei conti; 3) l'introduzione di limiti rigorosi per il presidente del collegio o per il sindaco unico, sia in ordine al numero degli incarichi – non più di dieci – sia per quanto riguardava la garanzia di indipendenza funzionale, che escludeva rapporti di altro genere con società controllate o collegate; 4) la nomina esterna del collegio sindacale o del sindaco unico, spettante al Presidente del Tribunale oppure all'organo pubblico che esercitava il controllo o la vigilanza sulle

società che vi erano soggette; 5) la nomina degli altri sindaci da parte dell'assemblea, scelti all'interno di determinate categorie<sup>10</sup>.

Il problema centrale era quello di ridare efficienza e autonomia all'organo sindacale, composto da persone spesso di scarsa preparazione professionale ed eccessivamente compiacenti nei confronti del socio di controllo<sup>11</sup>.

Tuttavia la previsione che il presidente del collegio sindacale, il sindaco unico e un sindaco supplente dovessero essere nominati dal Presidente del Tribunale, sollevò critiche molto vivaci da parte della dottrina, considerato che il Presidente del Tribunale, estraneo all'ambiente economico in cui la società operava, non aveva la cognizione necessaria per nominare i sindaci<sup>12</sup>.

---

<sup>10</sup> La possibilità era ampia: i sindaci potevano essere scelti tra gli iscritti agli albi degli avvocati, dei procuratori legali, dei dottori commercialisti e dei ragionieri, nonché tra i professori di materie giuridiche ed economiche o tecnico-contabili (il Cnel, nel parere, rileva che forse per dimenticanza in questo elenco non è fatto cenno agli iscritti al ruolo dei revisori).

<sup>11</sup> Si legga la *Relazione del Cnel*, contenuta in *Rivista delle società*, 1966, Giuffrè, Milano, 221.

<sup>12</sup> La Relazione del Cnel è concorde su questa linea, affermando che “il deferimento della nomina del sindaco unico o del presidente del collegio sindacale al presidente del tribunale, otre a costituire una singolarissima anomalia che non trova riscontro in nessuna legislazione estera, non serve né all'uno né all'altro scopo, per evidenti difficoltà che si contrappongono ad una scelta operata da un organo pubblico estraneo all'ambiente economico in cui opera la società, spesso ignaro delle sue specifiche esigenze. La nomina esterna, inoltre, attenta ad una delle attribuzioni fondamentali dell'assemblea dei soci, che è quella di eleggersi i sindaci che ritiene

L'ASSONIME, in risposta a questa esigenza e in alternativa alla suesposta soluzione, aveva proposto l'elezione di un sindaco da parte della minoranza. Era però chiaramente un palliativo che rischiava di lasciare le cose nello *status quo ante*, potendo in una società di grandi dimensioni la stessa maggioranza scindersi in due ed operare su due fronti<sup>13</sup>.

Il dibattito sul sindaco di minoranza prendeva le mosse dalla proposta avanzata, a metà degli anni cinquanta, da Tullio Ascarelli<sup>14</sup>

---

più idonei allo scopo". Per questo motivo, nel secondo schema di legge, si legge "siffatta soluzione (riferita all'art. 23 del primo progetto) [...] ha dato luogo a critiche, le più pertinenti delle quali muovono dall'idea che la duplice esigenza di efficacia del controllo dal lato tecnico e di indipendenza dei controllori rispetto agli amministratori controllati, si può conseguire non tanto con la nomina esterna di un singolo sindaco, quanto con la previsione che l'ufficio sindacale possa essere affidato anche a società di revisione contabile e comunque vada conferito a sindaci persone fisiche o società di revisione, compresi in cerchie rigorosamente vagliate".

<sup>13</sup> In tal senso, COTTINO, G., *La riforma delle società di capitali*, S.t.e.m. Mucchi, Modena, 1968., 57

<sup>14</sup> Per la prima volta il dibattito prese forma in un convegno sui monopoli, organizzato dagli "Amici del Mondo". Lo stesso tema fu poi affrontato dall'autore in un saggio intitolato "*I problemi delle società anonime per azioni*" contenuto in Rivista delle società, 1956, dove l'autore ebbe modo di precisare al riguardo: "merita a mio avviso accoglimento la tendenza, tante volte espressa, a una rappresentanza proporzionale di minoranze qualificate nel collegio sindacale (rappresentanza invece inopportuna nel consiglio, che rappresenta l'esecutivo), collegio sindacale che altrimenti trova nel sistema della sua scelta la negoziazione di quella funzione di controllo che sarebbe chiamato ad assolvere, ma che non per ciò credo doversi abolire o sostituire con i revisori, che poi di fatto non offrirebbero una maggiore

che non fu però ripresa in sede di elaborazione dell'omonimo progetto di riforma.

L'art. 12 di tale progetto, improntato alla tutela delle minoranze e alla ricerca di una maggiore indipendenza dei sindaci dal gruppo di controllo, prevedeva che una minoranza pari al 10% del capitale fosse legittimata a proporre l'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori e contro i sindaci. Ad oggi sappiamo che questa proposta risulterà poi recepita ad opera della legge Draghi, all'art. 129, con ulteriore abbassamento del quorum al 5%, trattandosi di società quotate.

L'ipotesi di riservare alla minoranza la designazione di uno o più sindaci, in realtà, venne presa in considerazione, anche dalle proposte della commissione Santoro Passarelli. Fu però poi abbandonata, perché la formazione della minoranza poteva ben raggiungersi attraverso una scissione *ad hoc* della maggioranza<sup>15</sup>.

Nello scenario attuale, con la legge 262/2005, si è introdotta la nomina del sindaco da parte della minoranza nelle società con azioni quotate. Nel precisare che il numero degli eletti non dovrà

---

garanzia. La minoranza qualificata necessaria per nominare un membro del collegio sindacale dovrebbe venir fissata regressivamente in relazione al capitale della società”.

<sup>15</sup> Si legge, infatti, nella Relazione che “la possibilità che in assemblea la minoranza sia all'uopo artificiosamente formata attraverso una momentanea e concordata scissione della maggioranza, e comunque la necessità di garantire nel collegio sindacale di chi tuteli l'interesse degli azionisti non intervenuti all'assemblea, consiglia di prevedere il commissario di revisione esterna”.

essere necessariamente legato al numero complessivo dei membri del collegio sindacale, il nuovo comma 2 *bis* dell'art 148 TUF prevede che il sindaco, eletto con voto di lista, assuma il ruolo di presidente del collegio sindacale<sup>16</sup>.

Prendendo in considerazione le riforme funzionali, i progetti di riforma avevano previsto che ciascun membro del collegio potesse esercitare individualmente alcuni dei poteri spettanti al collegio medesimo, come la richiesta agli amministratori di notizie sulla gestione sociale, la convocazione dell'assemblea in conseguenza di denuncia di irregolarità da parte dei soci, l'impugnazione delle deliberazioni dell'assemblea non conformi alla legge o all'atto costitutivo – ex art. 2377c.c., modificato dall'art. 13 del progetto – e in ultimo le impugnazioni delle deliberazioni degli amministratori viziati da conflitto di interessi.

L'art. 25 attribuiva al collegio anche la legittimazione a proporre l'azione di responsabilità contro gli amministratori quando l'assemblea, pur essendo stata convocata a tal fine, avesse deliberato di non esercitarla o di non promuoverne l'esercizio. La stessa norma venne riproposta ad opera della commissione De Gennaro-Visentini

---

<sup>16</sup> PISANI MASSOMORMILE, A., *Sulla nomina del presidente del collegio sindacale fra i candidati eletti dalla minoranza*, in *Rivista di Diritto Privato*, Giuffrè, Milano, 2006715. Soluzione diversa rispetto a quella adottata per il sistema dualistico, su cui si veda MONTALENTI, P., *Amministrazione, controllo, minoranze nella legge sul risparmio*, in *Rivista delle società*, Giuffrè, Milano, 2006, 989.

che, su questo punto, non diede seguito alla pressione mossa in senso contrario del Cnel<sup>17</sup>..

L'ultimo progetto, che ebbe modo di convertirsi in diritto positivo, non conteneva differenze per quanto atteneva le società non quotate. L'introduzione del controllo contabile affidato ad apposite società di revisione se, da un lato, era chiaro retaggio dei precedenti progetti, dall'altro era visto nell'ottica del rafforzamento delle funzioni di controllo del collegio che, non essendo più impiegato in controlli contabili, poteva essere maggiormente attento al controllo sull'amministrazione<sup>18</sup>.

Nei confronti del progetto Marchetti e della successiva legge che ne fu figlia – L.216/74 – si riscontrò nel complesso un discreto favore<sup>19</sup>, che tuttavia non tacitò mai la proposta, sempre latente, di

---

<sup>17</sup> Il Cnel mosse critiche piuttosto dure a questa innovazione, che valutò come “discutibile”, in quanto avrebbe portato l'organo di controllo a superare e praticamente annullare, in una materia tanto delicata, la volontà dell'organo sovrano, cui istituzionalmente spettava di decidere della necessità o della convenienza di promuovere l'azione sociale di responsabilità. Per questi motivi, il Cnel propose la soppressione di questa norma.

<sup>18</sup> Chiara in tal senso la *Relazione al progetto* che precisa come il collegio sindacale resti “un organo interno con compiti che non sono certamente privi di importanza e che anzi potranno meglio essere espletati una volta che il controllo contabile sia esercitato da un organo esterno”.

<sup>19</sup> La circolare *Assonime*, n. 145 del 5 agosto 1975, in commento ai decreti emanati in esecuzione della L. 216/74, pubblicata in *La riforma delle società per azioni. La circolare Assonime sui decreti delegati*, in *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 1975, 1026, mette in evidenza come il collegio sindacale, anche dopo la riforma del

eliminare il collegio sindacale<sup>20</sup>, o per lo meno di realizzare una completa riforma dell'istituto.

Va precisato che, secondo l'interpretazione più diffusa e accreditata, la novella in esame introdusse un "secondo binario" di controlli – esterni – per le quotate, che si aggiungeva, senza modificarli, a quelli affidati, in tutte le società, al collegio sindacale composto ed operante indistintamente secondo le norme codicistiche originarie del 1942<sup>21</sup>.

Fu con la riforma Draghi che, pur mantenendo l'articolazione dualistica dei controlli ad opera del collegio sindacale e della società

---

1974, continui a rappresentare l'organo fondamentale di controllo sulla gestione delle società per azioni, comprese quelle quotate in borsa. Nello stesso senso, VISENTINI, G., *L'informazione societaria e gli azionisti. Atti del Convegno internazionale di studi, (Venezia 5-6-7 Novembre 1981)*, Giuffrè, Milano, 1982, 93, in cui si afferma la non necessità di ulteriori integrazioni, rispetto alla disciplina (allora) vigente, precisando che "là dove si dimostrava del tutto insufficiente, per ragioni di pratica impossibilità di esecuzione, la disciplina è stata integrata con gli obblighi della revisione, e della certificazione, come è stato disposto dalla legge 216/74".

<sup>20</sup> Riprendendo ciò che VISENTINI, B., in *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma*, in FENGHI-SANTAMARIA, (a cura di), *La Riforma delle società di capitali. Atti del Convegno internazionale di studio della riforma delle società per azioni (Venezia 6-7-8 ottobre 1966)*, Giuffrè, Milano, 71, aveva affermato.

<sup>21</sup> DOMENICHINI, G., *Il collegio sindacale nelle spa*, Giuffrè, Milano, 173; TEDESCHI, R., Op. Cit 196; COLOMBO, G.E., *La disciplina italiana della revisione*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, Giuffrè, Milano, 1972, 22;

di revisione, si stabilirono definitivamente le attribuzioni specifiche dei suddetti organi, scindendo i controlli contabili, attribuiti interamente alla società di revisione, dai controlli amministrativi e da quelli di legalità, di cui resta titolare il collegio sindacale.

Le modifiche del 2003 hanno inciso fortemente sulla disciplina del controllo contabile delle società, attuando la separazione tra controllo sull'amministrazione e controllo contabile. A tal proposito, stabilisce l'art. 2409 *bis* c.c., che il controllo contabile sulla società – ora denominato revisione legale dei conti - è demandato ad una società di revisione, per le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, oppure a un revisore contabile per le altre società.<sup>22</sup>

Quest'ultima disposizione è stata poi modificata dal D. Lgs. 39/2010, che concede la possibilità anche alle società quotate di affidare l'incarico di revisione ad una persona fisica e non obbligatoriamente ad una società di revisione.

---

<sup>22</sup> Prima del D.Lgs 39/10 il III comma dell'art. 2409 bis c.c. riconosceva alle società chiuse che adottassero il sistema tradizionale di governance e che non fossero tenute alla redazione del bilancio consolidato, la facoltà di derogare al principio generale della separazione funzionale e organica dell'attività di controllo contabile da quella di sorveglianza dell'amministrazione. Dopo tale intervento legislativo, l'attuale II comma dell'art. 2409 bis esclude la possibilità di prevedere nello statuto che la revisione dei conti sia esercitata dal collegio sindacale solo per le società tenute a redigere il bilancio consolidato. Naturalmente, la disposizione è da coordinare gli articoli 2409 *quinquiesdecies* e 2409 *sexiesdecies*, che contengono la disciplina dei modelli di gestione alternativa a quello tradizionale.

Negli ultimi due anni si sono altresì susseguite numerose modifiche aventi ad oggetto la possibilità per determinate tipologie di società di fare ricorso ad un sindaco unico.

La legge 183 del 2011 (legge di stabilità del 2012) aveva aggiunto all'art. 2397 c.c. il III comma, disponendo che “per le società aventi ricavi o patrimonio netto inferiori a 1 milione di euro lo statuto può prevedere che l'organo di controllo sia composto da un sindaco unico, scelto tra i revisori legali iscritti nell'apposito registro”.

Il decreto legge n.5 del 9 febbraio 2012, contenente disposizioni urgenti in materia di semplificazione e di sviluppo, all'art. 35 ha modificato lo stesso III comma dell'art. 2397 c.c., stabilendo che “se lo statuto non dispone diversamente e se ricorrono le condizioni per la redazione del bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435 *bis* c.c., le funzioni del collegio sindacale sono esercitate da un sindaco unico, scelto tra i revisori legali iscritti nell'apposito registro [...]”.

In fase di conversione, però, nel marzo 2012, la figura del sindaco unico è scomparsa, anche per le società per azioni ammesse alla redazione del bilancio in forma abbreviata ex art. 2435 *bis* c.c. E' quanto prevede un emendamento apportato al Decreto legge n.5 del 2012. Viene quindi disposta l'abrogazione *tout court* del nuovo comma III dell'art. 2397 c.c.

**3. I MODELLI DI GESTIONE MONISTICO E DUALISTICO:  
L'ATTENUAZIONE DEL PRINCIPIO CORPORATIVO E IL RISCHIO DI  
ARBITRAGGIO NORMATIVO**

La riforma del 2003 ha inciso, in misura importante, sulla corporate governance nella società per azioni. La novità più rilevante è rappresentata sicuramente dall'introduzione di tre diversi sistemi di governo della società: insieme al già esistente sistema tradizionale, viene previsto un sistema monistico ed un sistema dualistico<sup>23</sup> di gestione e controllo. Si tratta di una modifica non

---

<sup>23</sup> NUZZO, A., in *Riforma delle società in Italia: interventi e discussioni*, (a cura di) PANZIRONI V., Luiss University Press, Roma, 2004, 110. L'autore spiega bene come, in realtà, i termini scelti dal legislatore della riforma non siano felicissimi, in quanto confondono i concetti in uso fino all'entrata in vigore del D.Lgs 6/2003 e che sono utilizzati in tutta Europa. Infatti, "I termini "monistico" e "dualistico" sono [...] da tempo utilizzati per indicare i due alternativi "sistemi di amministrazione" che si confrontano in ambito europeo; in termini, sono ripresi nel regolamento sulla società europea. Il sistema italiano tradizionale, nonostante la presenza di due organi, è stato generalmente ritenuto un sistema monistico di amministrazione. Di contro, il legislatore italiano della riforma adopera i due termini in questione in un contesto sensibilmente diverso: ha introdotto la nuova categoria terminologica "sistemi di amministrazione e controllo", e facendone applicazione ha qualificato come dualistico il sistema di amministrazione e controllo con consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza, data la presenza, appunto, dei due organi, e monistico il sistema di amministrazione e controllo strutturato sul solo consiglio di amministrazione (con la sua articolazione interna rappresentata dal comitato per il controllo sulla gestione). Il legislatore non si esprime a riguardo, ma è chiaro che

contenuta in alcuno dei progetti di riforma esaminata ed è in linea con l'esigenza di realizzare un mercato comune delle regole societarie<sup>24</sup> anche nell'ottica di incrementare il processo di integrazione europea ed evitare il fenomeno della "concorrenza" tra ordinamenti.

Il sistema dualistico – di derivazione tedesca - prevede la presenza di un consiglio di gestione e di un consiglio di sorveglianza. La gestione dell'impresa spetta esclusivamente al consiglio di gestione, costituito da almeno due componenti, anche non soci, così come indicato dall'art. 2409 *novies* I co, del codice civile ed è nominato dal consiglio di sorveglianza. Al consiglio di gestione si applicano, per quanto compatibili, quasi tutte le norme stabilite per il sistema tradizionale di amministrazione e controllo, compresa la possibilità di deleghe ad uno o più dei suoi componenti, ma non ad un comitato esecutivo.

Il consiglio di sorveglianza, invece, viene nominato dall'assemblea ordinaria ed è costituito da almeno tre componenti , soci o non soci, con i requisiti di indipendenza propri dei sindaci; almeno un componente del consiglio di sorveglianza deve essere iscritto al registro dei revisori legali dei conti. Il consiglio di

---

sulla base della nuova categoria il sistema tradizionale di amministrazione e controllo finisce con essere di tipo dualistico e non più – come ritenuto sinora – monistico”.

<sup>24</sup> FERRARINI, G., *Armonizzare il governo societario in Europa?* In *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 2004, 553.

sorveglianza ha compiti eterogenei, poiché gli sono stati attribuiti sia la funzione di vigilanza e alcune delle responsabilità proprie del collegio sindacale, sia competenze tradizionalmente proprie dell'assemblea ordinaria nel modello tradizionale oltre ad eventuali competenze di alta amministrazione.

Nel sistema monistico – mutuato dal sistema anglosassone - la gestione dell'impresa spetta esclusivamente al consiglio di amministrazione. Tuttavia non è previsto il collegio sindacale: è disposta, invece, la costituzione di un comitato per il controllo sulla gestione, nominato all'interno dal consiglio di amministrazione, con il compito di vigilare sull'assetto organizzativo e sul sistema dei controlli della società. Il legislatore detta scarse disposizioni per il sistema monistico, richiamando interamente le norme sull'amministrazione del sistema tradizionale, compresa la possibilità di delegare funzioni a comitati esecutivi e ad amministratori delegati.

Secondo la relazione che ha accompagnato la riforma societaria, “il sistema dualistico di amministrazione e controllo [...] attua un modello di ‘governance’ in cui le più importanti funzioni dell'assemblea ordinaria, che nel modello tradizionale spettavano ai soci e, quindi, alla proprietà, sono attribuiti ad un organo professionale quale è il consiglio di sorveglianza. Si tratta pertanto di un sistema in cui la proprietà non nomina gli amministratori e non approva il bilancio ma decide sull'elezione del consiglio di sorveglianza, che è l'organo misto di gestione e controllo [...]. Date queste caratteristiche è quindi il modello di amministrazione che più

realizza la dissociazione tra la proprietà dei soci e il potere degli organi sociali”.

Si dovrebbe caratterizzare quindi per essere un modello di gestione societaria esercitato da soggetti professionali, di chiara ispirazione tedesca e caratterizzato da una forte dissociazione tra proprietà e potere. Affermazioni che non risultano chiaramente rispettate nella realtà<sup>25</sup>. Confrontando il modello dualistico italiano con quello tedesco - anche con il modello della società europea da cui dovrebbe trarre ispirazione - si evince come al consiglio di sorveglianza tedesco, l'*Aufsichtsrat* - come anche all'organo di vigilanza della società europea - sia riservata l'approvazione di

---

<sup>25</sup> Si leggano gli interessanti contributi sul tema di NUZZO, A., in *Riforma delle società in Italia: interventi e discussioni*, (a cura di) PANZIRONI, V., Luiss University Press, Roma, 2004 il quale, punto per punto, chiarisce come le aspettative del legislatore siano state ampiamente deluse rispetto al sistema dualistico di amministrazione e controllo. Riguardo alla sua similitudine con il sistema tedesco, l'autore afferma come il modello dualistico sia obbligatorio in Germania e fondato su presupposti differenti, spiegando in che misura permangono nel modello italiano notevoli differenze col modello tedesco, in quanto “l'ispirazione per il legislatore italiano rimane lontana in particolare, nella legge italiana manca una norma che almeno facoltizzi gli statuti ad attribuire al consiglio di sorveglianza competenze gestorie, facendone mero organo di controllo della legalità della gestione – sulla falsa riga, appunto, del collegio sindacale – mentre nel sistema tedesco lo *Aufsichtsrat* interviene a presidio anche del merito delle scelte gestorie”. Dello stesso avviso, SCHIUMA, L., *I poteri del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione*, in *Il nuovo diritto delle Società, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa, P., e Portale G.B.;

determinate categorie di atti idonei a svolgere una funzione di indirizzo strategico della società e di alta amministrazione. Si tratta di una competenza che il testo originario del D. Lgs 6/2003 non attribuiva formalmente al consiglio di sorveglianza italiano e che oggi, per quanto possa essergli attribuita, ove lo preveda una clausola statutaria ad hoc, è una competenza soltanto eventuale.

Altro punto di grande distanza tra i due ordinamenti è rappresentato dalla mancanza della cogestione che, al contrario, influenza molto il modello dualistico tedesco. Cogestione che, d'altronde, in Italia sarebbe stata impossibile, come più volte affermato in passato da Bruno Visentini<sup>26</sup>.

Quanto al sistema monistico invece la relazione afferma che “la circostanza che la vigilanza sull'amministrazione sia svolta,

---

<sup>26</sup> VISENTINI, B., *L'utopia della cogestione*, in *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 1977, 543, il quale afferma che “dovrebbe essere superfluo ricordare quanto la situazione politica e sindacale in Italia sia diversa da quella tedesca. Cosicché se in Italia venisse introdotta una disciplina legislativa della cogestione, come avviene in Italia, la cogestione opererebbe in Italia in modo profondamente diverso da quello che opera in Germania. [...] Basterebbe ricordare che in Germania le organizzazioni dei lavoratori si articolano e operano con stretto riferimento alle singole imprese e con reali rappresentanze su base aziendale”. Il sistema dualistico italiano, al contrario, non prevede alcuna forma di coinvolgimento dei lavoratori, e addirittura individua nel rapporto di lavoro con la società una causa di incompatibilità con la carica di consigliere di sorveglianza. Il punto è posto in luce da TOFFOLETTO, F., - GHEZZI, G., *Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, Università Bocconi, 9-6-2005, consultabile al sito <http://antitrustisti.net>

invece che dal collegio sindacale, da un comitato formato all'interno del consiglio di amministrazione, non determina un minor rigore dell'attività di controllo, poiché la professionalità, l'indipendenza, i doveri e i poteri di tale comitato coincidono con quelli del collegio sindacale, e possono anzi essere integrati da codici di comportamento”, affermando in chiusura che il sistema monistico servirà ad attuare “un modello di governance semplificato e più flessibile rispetto agli altri modelli alternativi”, attraverso la circolazione delle informazioni tra l'organo di controllo amministrativo [...] e una elevata trasparenza tra gli organi di amministrazione e controllo”.

Anche in questo caso, le soluzioni immaginate dal legislatore risultano assai diverse<sup>27</sup>. Queste incertezze nella configurazione del

---

<sup>27</sup> Sia nella legge delega che nella bozza di decreto legislativo presentata alle camere per i pareri, le soluzioni immaginate erano diverse (si pensi solamente alla composizione del comitato, per cui si richiedeva la maggioranza di “indipendenti”). Tanto che, da una lettura di queste norme, il comitato per il controllo risultava essere una sorta di ufficio praticamente plasmato sul tradizionale collegio sindacale. Da lì si è poi passati alla versione definitiva, in cui si è in presenza di un comitato con doveri e funzioni (almeno le principali, cioè in materia di vigilanza) diverse e comunque alquanto più ristrette rispetto a quelle proprie dell'organo di vigilanza del sistema tradizionale. L'area del controllo è circoscritta all'adeguatezza della struttura organizzativa, amministrativa e contabile dell'impresa, nonché al sistema di controllo interno, con una possibile ma non obbligatoria, estensione alla tenuta dei rapporti con i soggetti incaricati del controllo. Compiti piuttosto simili a quelli che caratterizzano il comitato audit nei board delle grandi imprese statunitensi.

comitato per il controllo hanno reso assai difficile l'inquadramento di questo organo, tanto che alcuni autori lo hanno considerato un organo "ibrido"<sup>28</sup>.

Il sacrificio richiesto in termini di indipendenza al comitato per il controllo sarebbe dovuto esser ripagato in termini di flessibilità, ma anche questo è in generale un assunto che non può essere confermato.

Nelle società per azioni il potere di amministrazione è dissociato dalla qualità di socio: il socio non è amministratore della società. La qualità di socio gli conferisce solo il potere di concorrere – con il proprio voto – alla nomina degli amministratori. Si configura un sistema basato su una organizzazione corporativa, articolata su una pluralità di organi, ciascuno dei quali possiede una propria competenza.

Tuttavia, se il principio di ripartizione delle competenze risulta maggiormente rispettato nel sistema tradizionale di amministrazione e controllo, nel sistema dualistico risulta mitigato, perché il legislatore attribuisce al consiglio di sorveglianza

---

<sup>28</sup> RIOLFO, G., *Il sistema monistico nelle società di capitali e cooperative*, in Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, volume cinquatreesimo, Cedam, Padova, 8, il quale afferma che "non vi è alcun dubbio di trovarsi in presenza di un sistema ibrido; alcuni poteri sono quelli tipici dell'organo indipendente, altri quelli propri di un organo delegato, altri infine quelli proprio di una mera articolazione interna di altro organo.

competenze di alta amministrazione o di amministrazione della società – si pensi alla nomina o revoca e sostituzione dei gestori o ancora all’approvazione del bilancio di esercizio. Viene posto in essere un “travaso della titolarità di alcuni poteri decisori finali dalla collettività dei soci ad un nucleo di essi (quelli presenti o rappresentati nel consiglio di sorveglianza). In questo caso, il socio di controllo di una società per azioni a sistema dualistico, può individualmente godere di una presa diretta sulla gestione” in modo più pervasivo che nel sistema tradizionale.

A ciò si aggiunga che con la legge sulla tutela del risparmio, L. 262/2005, è richiesta, per le società quotate, l’elezione di almeno un rappresentante della minoranza azionaria negli organi sociali. Lo statuto determina quanti componenti del consiglio di amministrazione debbano rappresentare le minoranze azionarie. Nelle società organizzate secondo il modello monistico, con un consiglio di amministrazione e un comitato per il controllo costituito al suo interno, è apparso necessario stabilire espressamente che il rappresentante della minoranza possieda, *ab origine*, i requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza richiesti per la partecipazione all’organo di controllo interno. Il modello dualistico prevede l’incompatibilità tra l’incarico di componente del consiglio di sorveglianza e quello di consigliere di gestione e ciò ha reso impraticabile il rimedio di affidare al consigliere di sorveglianza eletto dalle minoranze, il compito di rappresentarle anche all’interno del consiglio di gestione. Questa sembra essere una soluzione

“discutibile e in distonia rispetto allo spirito della riforma”<sup>29</sup>: in questo modo le società che adottano un sistema di amministrazione e controllo di tipo dualistico devono rinunciare all’esponente di minoranza nel consiglio di gestione, accontentandosi solo del consigliere di sorveglianza di minoranza<sup>30</sup>.

Questa disparità di trattamento che la legge sul risparmio ha creato per il sistema dualistico potrebbe avvalorare un uso strumentale di questo sistema di amministrazione e controllo delle coalizioni di maggioranza interessate a preservare la loro posizione dominante nel governmento della società, dando adito a fenomeni di arbitraggio normativo<sup>31</sup>.

---

<sup>29</sup> TONELLO, M., *Composizione degli organi sociali e tutela delle minoranze*, in *Le nuove regole del mercato finanziario*, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia, 2009 volume cinquantaduesimo, Cedam, Pavia, 8

<sup>30</sup> Non tutti gli autori sono in accordo con questa ricostruzione: c’è chi, nell’adattare le nuove norme della legge sulla tutela del risparmio ai nuovi modelli di amministrazione e controllo, non ravvede la mancanza di tutela delle minoranze nel sistema dualistico. In tal senso, si legga BLANDINI, A., *Riforma del risparmio e società quotate: voto segreto, voto di lista e dintorni*, in *Le società*, 2006, Ipsoa, Milano, 270 il quale argomenta che l’applicabilità dell’art. 147 ter TUIF, nonostante il riferimento esplicito al solo consiglio di amministrazione, sia estendibile anche al consiglio di gestione del sistema dualistico, sulla scorta dell’art. 1, VI co. del TUIF.

<sup>31</sup> Dello stesso avviso OLIVIERI, G., *Amministratori “indipendenti” e di “minoranza” nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Analisi giuridica dell’economia*, Il Mulino, Bologna, 2006, 31, il quale afferma che “vi è poi un altro profilo di criticità che potrebbe vanificare, nella prospettiva che qui interessa, gli sforzi del legislatore d’introdurre nuova linfa nella dialettica interna agli organi di

---

gestione delle società quotate. Mi riferisco alle modalità tecniche con le quali il provvedimento ha declinato l'obbligo del voto di lista in relazione ai diversi sistemi di amministrazione e controllo introdotti dalla riforma organica del 2003 ed ai rischi di «arbitraggio *normativo*» che potrebbero derivare da un trattamento non omogeneo della misura in esame nell'ambito dei diversi modelli.” Così anche MOSCO. G. D., *Le regole di governance per le quotate, una risorsa o un peso*, in *Imprese e investitori, crescita, tutele e interessi*, Quaderni di giurisprudenza Commerciale, Giuffrè, Milano, 2008, 212, il quale sottolinea come “le scelte degli ultimi provvedimenti legislativi, di forte significato in termini di governance, non sembrano sufficientemente mediate dal punto di vista né sistematico né, semplicemente, pratico. Esse inoltre suscitano serie preoccupazioni, da più parti segnalate, di un indebito “arbitraggio normativo” tra i vari modelli per individuare quello meno favorevole alle minoranze”.

#### **4. LA DISCIPLINA DELLA DELEGA AMMINISTRATIVA**

Come accennato, il codice civile del 1942 non definiva in modo diretto i poteri gestori dell'organo amministrativo della società per azioni.

La delimitazione dei poteri era desumibile dal coordinamento dell'art. 2384 c.c. - il quale stabiliva che gli amministratori che avevano la rappresentanza della società potevano compiere tutti gli atti che rientravano nell'oggetto sociale, salvo le limitazioni che risultavano dalla legge o dallo statuto – e dell'art. 2364 comma I, n.4 che si occupava della competenza dell'assemblea ordinaria.

A seguito della riforma del 2003, l'attuale riparto delle competenze tra amministratori ed assemblea emerge invece dal combinato disposto degli articoli 2380 bis c.c. e 2364 I co. n.5.

La competenza dell'organo amministrativo in materia gestoria è esclusiva, con preclusione di ogni facoltà di riservare statutariamente all'assemblea il potere di prendere decisioni su oggetti attinenti alla gestione della società. L'art. 2364 c.c. I co. n.5 consente allo statuto di prevedere la previa autorizzazione dell'assemblea ordinaria per il compimento di “singoli atti” degli amministratori – e non più come in epoca anteriore alla riforma del 2003, di generici “atti di gestione”. Si legge nella Relazione Ministeriale di accompagnamento al D.Lgs 6/2003 che “si è profondamente innovato alla materia che, in vigenza della precedente disciplina, attribuiva alla assemblea ordinaria il potere di deliberare

sugli altri oggetti attinenti alla gestione della società riservati dalla sua competenza dall'atto costitutivo o sottoposti al suo esame dagli amministratori. Gli amministratori non possono, di propria iniziativa, sottoporre all'assemblea operazioni attinenti alla gestione sociale; si è solo ammesso che lo statuto possa richiedere che l'assemblea autorizzi gli amministratori al compimento di determinati operazioni, ma si è precisato che resta ferma in ogni caso la responsabilità degli amministratori per gli atti compiuti, quantunque autorizzati dall'assemblea. Si è così evitato che, come in passato poteva accadere, nessuno risponda di una data operazione: né l'assemblea che è per definizione irresponsabile, né gli amministratori che a discarico di responsabilità abbiano sottoposto l'operazione all'assemblea”.

In generale, sebbene L'interesse dei soci ad una corretta gestione sia tutelato dalla direzione collegiale dell'impresa ad opera degli amministratori, la gestione della società per azioni risulta spesso complessa soprattutto se esercitata da un organo collegiale. La possibilità di affidarla ad un *board* più ristretto o a singoli membri del consiglio di amministrazione può rappresentare la soluzione a questo tipo di problema<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> In tema di delega si legga DESARIO, M., *L'amministratore delegato nella riforma delle società*, in *Società*, 2004, 940 che afferma che “sono fin troppo cognite le motivazioni sottese alla nascita, nonché all'indiscusso successo, della figura dell'amministratore delegato perché adesso vi si debba ritornare sopra. Nelle più complesse organizzazioni imprenditoriali collettive, nelle quali si registrano corposi

investimenti a opera di un numero non trascurabile di sodali, questi ultimi a ragione ottengono di poter esprimere personalità di propria fiducia nell'organo gestorio, che in conseguenza tende a divenire pletorico e a configurarsi conclusivamente come stanza di compensazione e di ponderazione di un più o meno ampio ventaglio di interessi e istanze soventi non coincidenti. Ne discende una articolazione collegiale del detto organo non ottimale sotto il profilo dell'efficienza e della rapidità decisionale, per ovviare alla quale si ricorre allora – appunto – alla figura dell'amministratore delegato. Questi si muove entro uno spazio operativo condizionato dalla latitudine della delega rilasciatagli, nonché dal legame che sempre continua ad astringerlo all'organo collegiale delegante, non senza il prodursi, quanto meno sotto la vigenza della disciplina or ora profondamente riformata, di gravi e vicendevoli equivoci, massimamente in punto di responsabilità per gli atti posti in essere e per gli effetti conseguite. Mi è spesso volte capitato, nello svolgimento della mia attività professionale di avvocato, di assistere a un patetico “scaricabile” tra amministratori deleganti e delegati, che, per schivare gli strali delle azioni risarcitorie loro intentate contro, valorizzavano, gli uni, proprio la delega accordata e, gli altri, le vincolanti direttive ricevute ai fini dell'espletamento delle funzioni delegate. Ecco, allora, che la nuova regolazione appena entrata a regime, proprio questo obiettivo si prefigge, di contribuire a definire – come recita la relazione di accompagnamento - un quadro sufficientemente chiaro delle rispettive responsabilità, in modo che possa non doversi più assistere al triste spettacolo dei capponi di manzoniana memoria”. Ed ancora l'autore afferma che “per quanto concerne poi, il potere di impartire direttive, esso – a ben guardare – è intrinseco e immanente al rilascio stesso della delega. Cosa vuol dire, infatti, se non impartire direttive, additare al delegato, come detto il *quomodo* dell'esercizio delle funzioni demandategli? Da una angolazione prettamente ricostruttiva si mostra, invece, interessante sottolineare come le direttive eventualmente impartite debbano stimarsi vincolanti e ciò perché, diversamente, il legislatore non si sarebbe scomodato con una espressa previsione. L'autonomia del delegato non ne esce, in ogni caso, dimidiata: ove egli reputi le direttive ricevute pregiudizievoli e deleterie, vi si atterrà,

La disposizione che in tema rappresenta *l'intervento nevralgico* dell'apporto riformatore del 2003 è rappresentata dall'art. 2381 c.c., il quale regola il ruolo del "Presidente, del comitato esecutivo e degli amministratori delegati" all'interno della società per azioni.

Nella previgente formulazione, il testo dell'art. 2381 c.c. si caratterizzava per essere estremamente sintetico in quanto si limitava a stabilire che il consiglio di amministrazione, se l'atto costitutivo o l'assemblea l'avessero consentito, aveva la possibilità di delegare le proprie attribuzioni ad un comitato esecutivo composto di alcuni suoi membri, determinando i limiti della delega. Il testo, in via interpretativa, aveva lasciato ampio spazio al fenomeno delle deleghe atipiche<sup>33</sup>, vale a dire la possibilità di conferire la delega gestoria al

---

compiendo l'atto ma, facendo constatare a verbale il proprio dissenso e informandone per iscritto il presidente dell'organo interno di controllo, fruiva dello scarico di responsabilità di cui all'ultimo comma dell'art. 2392 c.c."

<sup>33</sup> Neanche nella riforma è stata introdotta, nonostante i suggerimenti formulati in tal senso, alcuna disciplina delle deleghe atipiche, normalmente adottate nella prassi al fine di realizzare un riparto interno di funzioni nell'ambito del c.d.a., senza che peraltro ciò corrisponda ad una specifica previsione statutaria o ad una deliberazione assembleare e talvolta neppure ad una decisione consiliare. Vi è a tale riguardo chi ritiene che, nonostante il silenzio serbato sul punto dal legislatore delegato, pure le deleghe atipiche, una volta adottate, debbano essere comunque assoggettate alla disciplina di cui all'art. 2381 c.c., anche per quanto concerne i poteri e le prerogative dell'organo delegante, ciò alla luce del nuovo testo dell'art. 2392, I co., seconda parte, che prevede il venir meno della responsabilità solidale degli amministratori, fra l'altro, in caso di "funzioni in concreto attribuite ad uno o più amministratori",

di fuori del procedimento formale dell'art. 2381 c.c., non tenendo conto delle disposizioni statutarie o delle determinazioni assembleari.

La scelta del legislatore del 1942 era stata quella di lasciare ampio spazio all'autonomia statutaria, sia nelle decisioni relative all'oggetto della delega – che poteva estendersi fino a comprendere quasi tutte le attribuzioni consiliari, affidando ai delegati il ruolo di protagonisti della gestione societaria – sia nella determinazione delle modalità di esercizio del potere delegato<sup>34</sup>.

Allo stesso tempo il legislatore non aveva voluto svuotare di contenuto la posizione del consiglio, mantenendo in capo allo stesso un obbligo di vigilanza sull'operato degli organi delegati e un potere/dovere di intervento nei casi in cui questo si ritenesse necessario o semplicemente opportuno<sup>35</sup>.

Nei progetti di riforma analizzati non risulta essere presente nessun cenno alle competenze degli amministratori e alle possibili

---

accordando in tal modo rilievo alla distribuzione di incarichi effettuata dal c.d.a. in assenza di una autorizzazione statutaria o assembleare.

<sup>34</sup> FANELLI, G., *La delega del potere amministrativo nella società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1952, 6. L'autore specifica come il riconoscimento della delega è avvenuto “nei termini più ampi ed elastici, atti a legittimare la più estesa gamma di soluzioni, concrete per la più efficiente articolazione e per il migliore funzionamento dell'organo amministrativo della società per azioni [...]”.

<sup>35</sup> A dimostrazione del precedente assunto, la previgente formulazione dell'art 2392, II co, c.c., ascriveva al consiglio l'obbligo di vigilare sul generale andamento e la possibilità di intervento per impedire il compimento o per eliminare le conseguenze dannose di atti pregiudizievoli alla gestione societaria.

facoltà di delega delle funzioni di gestione all'organo delegato. Sembrerebbe ipotizzabile leggere, dietro questa mancanza di attenzione, uno scarso interesse dovuto ad un assetto societario del tutto diverso rispetto a quello attuale.

In quegli anni era assente la necessità di concepire un sistema di deleghe attento e puntuale, in virtù del fatto che le società per azioni erano – ad esclusione dei colossi societari – di dimensioni assai ridotte<sup>36</sup>.

Al contrario, nello scenario attuale la delega sembra essere sempre più presente negli atti di gestione, tanto che la nuova disciplina delineata con la riforma societaria, sembrerebbe considerare la presenza degli amministratori delegati come ipotesi “normale” nell'ambito dell'articolazione della S.p.A., rendendola quasi un modello di default<sup>37</sup>.

La nuova formulazione dell'art. 2381 c.c. si compone di sei commi, a differenza dell'unico comma della formulazione del 1942: questo dato è esemplificativo di come la rivisitazione dell'articolato sia stata profonda.

---

<sup>36</sup> Interessante, in tal senso, la “ripartizione per classi di capitale delle società italiane per azioni, contenuta in WEIGMANN, R., Responsabilità e potere legittimo degli amministratori, Giappichelli, Torino, sine die, 68.

<sup>37</sup> Si leggano in tal senso i contributi di FERRI, G., JR., *L'amministrazione delegata nella riforma*, in Rivista del diritto commerciale, 2003, 629; MOSCO, G. D., *Commento all'art. 2381*, in NICOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A. (a cura di), Società di capitali. Commentario, 2, Jovene, Napoli, 2004, 594.

Il secondo comma dell'art. 2381 c.c., riformulato, ribadisce la facoltà del consiglio di delegare le proprie attribuzioni ad alcuni dei suoi componenti, sottolineando come l'uso della delega richieda, in ogni caso, una autorizzazione dei soci in sede assembleare<sup>38</sup> o statutaria. Gli altri commi rappresentano invece la risposta ad alcuni dei tanti interrogativi sollevati dagli interpreti in vigenza della disciplina del 1942<sup>39</sup>.

La nuova disciplina sembra confermare che la funzione amministrativa sia stata trattata, specie nelle organizzazioni imprenditoriali di maggiori dimensioni e più complesse, sempre meno come gestione diretta e sempre più come predisposizione di regole, procedure e sistemi idonei a promuovere la correttezza e la conformità all'interesse sociale dell'attività gestoria e a facilitarne il controllo<sup>40</sup>.

---

<sup>38</sup> Per questo rilievo, ci si è chiesti se la sede per l'autorizzazione dovesse essere l'assemblea ordinaria o quella straordinaria: nel silenzio della legge, Galgano ritiene che debba essere quella ordinaria.

<sup>39</sup> Alla lettura del nuovo articolo, appare chiaro come alcuni dei problemi esistenti prima della riforma del 2003 non abbiano trovato soluzione, lasciando dei vuoti non colmati che danno adito, ancora oggi, a problemi esegetici di base. Ci si riferisce, in primo luogo, al problema del potere dei soci di intervenire, più o meno incisivamente, nel , in particolare nel senso di rendere obbligatorio il conferimento della delega o di riservare all'assemblea la scelta del delegato e la fissazione dei relativi poteri.

<sup>40</sup> Chiare indicazioni in tal senso si traggono dalla Relazione al D. Lgs. 6/03, par. 6.III.4, nella parte in cui la stessa precisa che “la eliminazione del precedente secondo comma dell'art. 2392 c.c. dell'obbligo di vigilanza sul generale andamento

La dottrina non è però concorde sul ruolo che la riforma ha attribuito agli amministratori non esecutivi. Sul tema, alcuni autori ritengono che la riforma abbia relegato al consiglio un ruolo del tutto marginale se non inesistente<sup>41</sup>; altri sottolineano invece come gli

---

della gestione, sostituita da specifici obblighi ben individuati (ex art. 2381 c.c.; ex art. 2391 c.c.), tende, pur conservando la responsabilità solidale, ad evitare sue indebite estensioni che, soprattutto nell'esperienza delle azioni esperite da procedure concorsuali, finiva per trasformarla in una responsabilità sostanzialmente oggettiva, allontanando le persone più consapevoli dall'accettare o mantenere incarichi in società o situazioni in cui il rischio di una procedura concorsuale le esponeva a responsabilità praticamente inevitabili. Si tratta di un chiarimento interpretativo di notevole rilevanza, avuto riguardo delle incertezze dell'attuale giurisprudenza". Si legga anche MORANDI, P., *Commento all'art. 2381 c.c.*, in MAFFEI ALBERTI, A., (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, Cedam, Padova, 2005, 596.

<sup>41</sup> Si legga quanto affermato da VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, Cedam, Padova, 2006, 301, che sottolinea come "la riforma è particolarmente incisiva nel dare alle modifiche delle competenze il valore di nuovo principio, cioè di un ruolo ridotto del consiglio: sostituisce il dovere generale di vigilanza con specifiche indicazioni di compiti e di informazioni riaffermando la stretta collegialità del consiglio anche nell'acquisizione di dati e informazioni; ha attenzione a riprodurre la stessa soluzione per il sistema dualistico. È una scelta politica; ed una importante scelta politica, di governo della società priva di ogni fondamento nella legge delega. Il controllo del consiglio, già debole nella precedente legislazione, è ora praticamente svuotato, sì da rendere in buona sostanza inutile il consiglio, e con ciò la presenza eventuale degli amministratori esterni ed indipendenti. In seguito alla riforma il consiglio è divenuto una componente di scarsa utilità per la qualità del governo della società, essendo ridotto ad una sede di consultazione, di registrazione, di riscontro della documentazione fornita e della sua sufficienza e coerenza, in buona sostanza formale. Per converso ne viene

esaltato il ruolo dell'amministratore esecutivo: del presidente e dell'amministratore delegato, quando le sue cariche si sommano sulla stessa persona". Dello stesso orientamento, ZAMPERETTI, G. M., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 55 il quale ritiene di non poter trarre dalla nuova disciplina normativa, la volontà di assegnare al consiglio, come regola generale, un ruolo centrale in tutte le S.p.A. Contra, ZANARDO, A., *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nelle società per azioni*, Cedam, Padova, 2010, 84, afferma che dal tenore letterale dell'art. 2381 c.c. si ricava che il legislatore, "pur affidando la gestione corrente (*day-to-day management*) e l'attività di concreta organizzazione della struttura interna della società agli organi delegati (scelta questa aderente alle esigenze delle imprese, soprattutto di medio grandi dimensioni, la cui gestione richiede snellezza e rapidità di decisione, oltre che flessibilità) ha tuttavia inteso rivitalizzare e rafforzare il ruolo del c.d.a nel suo complesso. Successivamente, la stessa autrice afferma che il ruolo del consiglio esce rafforzato e valorizzato nel suo complesso, anche quando dalla gestione operativa siano investiti uno più dei suoi componenti. A questa valorizzazione "si accompagna una sua maggiore autonomia decisionale, specie in rapporto all'assemblea dei soci, alla quale oggi è sottratta ogni competenza gestoria (almeno di carattere esclusivo) e della quale talune competenze tipiche (ossia spettanti, originariamente, alla stessa in via esclusiva) possono ora, a norma dell'art. 2365, II co., essere attribuite dallo statuto al consiglio; competenze che, con ogni probabilità, pur nel silenzio della legge, devono ritenersi comprese nell'area delle materie non delegabili, in base al generale principio di incompatibilità tra delega al consiglio da parte dell'assemblea (o di attribuzioni assembleari) e subdelega da questo agli organi delegati. Dello stesso avviso MOSCO, G.D., *Commento all'art. 2381 c.c.*, in NICCOLINI-A. STAGNO D'ALCONTRES ( a cura di), *Società di capitali*, Commentario, 2, Jovene, Napoli, 2004, 588. Ancora, MOSCO, G.D., VELLA, F., *L'autonomia delle banche tra nuovo diritto societario e regole di vigilanza. Un doppio binario per la "governance"?*, in AGE, 2004, 144. Si legga anche FERRI, JR. F., *L'amministrazione delegata nella riforma*, in *Rivista di diritto Commerciale*, 2003, 637, il quale ritiene che

amministratori privi di deleghe rivestano un ruolo di indubbia rilevanza nell'ambito di una dialettica consiliare volta all'assunzione di decisioni ponderate ed espressioni di una azione coerente<sup>42</sup> e unitaria, concretizzantesi in compiti di indirizzo, supervisione strategica e verifica degli assetti strutturali idonee per un corretto ed efficiente funzionamento. Si delineerebbe quindi un sistema nel quale è possibile scorgere una netta distinzione tra il momento operativo della gestione - che spetta agli amministratori delegati - e un momento valutativo dell'altrui operato - che invece è appannaggio del *plenum* consiliare.

---

l'ordinamento riconosca una posizione di assoluta centralità al consiglio, in ordine alla gestione dell'impresa, anche rispetto agli organi delegati, emergendo ciò soprattutto dalla circostanza che la delega dei poteri organizzativi non possa mai risolversi nel loro affidamento totale ed esclusivo all'organo delegato, ma risulti necessariamente circoscritta ai profili più immediatamente operativi della gestione dell'impresa, rimanendo il momento "valutativo" in capo al *plenum*.

<sup>42</sup> Il Codice di Autodisciplina anche nell'ultima versione, modificata ad inizio del 2012, stabilisce nel commento al principio 2 che " gli amministratori non esecutivi arricchiscono la discussione consiliare con competenze formate all'esterno dell'impresa, di carattere strategico generale o tecnico particolare. Tali competenze permettono di analizzare i diversi argomenti in discussione da prospettive diverse e, perciò, contribuiscono ad alimentare la dialettica che è presupposto distintivo di una decisione collegiale, meditata e consapevole".

**5. *SEGUE: LA DELEGA E I FLUSSI INFORMATIVI TRA DELEGANTI E DELEGATI. L'INTRODUZIONE DEL PRINCIPIO DELL'AGIRE IN MODO INFORMATO***

I progetti di riforma elaborati dopo l'entrata in vigore del codice civile del 1942 non si sono occupati del tema dell'informazione al consiglio di amministrazione da parte dei delegati. A ben vedere, era un argomento che non aveva interessato la dottrina in quegli anni. Per esplicita ammissione lo aveva dichiarato Bruno Visentini, in un convegno svoltosi a Venezia nel 1981<sup>43</sup>.

Le ragioni di tale disinteresse risiedono nella sostanziale omogeneità di interessi tra consiglio e gli organi delegati<sup>44</sup>.

---

<sup>43</sup> Leggendo "*L'informazione societaria*", Atti del convegno nazionale di studi, Venezia, 5-6-7 Novembre 1981, in *Rivista delle società*, VISENTINI, B., afferma che "in Italia il problema dell'informazione al consiglio di amministrazione da parte degli amministratori delegati alla gestione non è stato approfondito e nella pratica non si è posto in termini da determinare conflitti che abbiano avuto manifestazioni esterne o liti giudiziarie, anche nei casi in cui nel consiglio vi sono rappresentanze di gruppi azionari diversi, maggioritari o minoritari".

<sup>44</sup> VISENTINI, B., *L'informazione societaria*, in *Rivista delle società*, Atti del convegno nazionale studi, Venezia, 5-6-7 Novembre 1981, Giuffrè, Milano, 99. L'autore spiega anche come in Italia "il problema è stato considerato sotto un profilo in un certo senso inverso da quello dell'informazione fra amministrazione delegata e consiglio. Anziché sotto il profilo del diritto di conoscere, il problema è stato considerato sotto il profilo della responsabilità degli amministratori in relazione al

Tuttavia, il tema dei flussi informativi poneva una serie di problematiche in assenza di norme legislative di riferimento.

Solo con la riforma organica del 2003 il legislatore si è occupato del tema, differenziando, seppur sotto una unica collocazione semantica, tre tipi di informazione societaria codificando tre diversi doveri gravanti sugli amministratori: 1) un *dovere di interazione informativa*, quindi un dovere di coordinamento dei flussi informativi in capo al presidente del consiglio di amministrazione; 2) un *dovere transitivo di informazione* consistente nel dovere di informare gli altri amministratori, proprio degli organi delegati; 3) un *dovere riflessivo di informazione* consistente in un dovere generale di informarsi e di agire in modo informato in capo a tutti gli amministratori<sup>45</sup>.

---

dovere di vigilanza. Gli amministratori [...] hanno il dovere di vigilare sul generale andamento della gestione. Tale obbligo di vigilanza non può non comportare un diritto all'informazione. Questo però non ha dato luogo nella pratica, a seri inconvenienti, né a particolari approfondimenti da parte della dottrina. Soltanto di recente la dottrina ha rivolto la sua attenzione sul problema con maggiore ampiezza in relazione ad un caso che la pratica aveva posto, confermando però sostanzialmente le indicazioni date sinteticamente per il passato da alcuni autori”.

<sup>45</sup> ZAMPERETTI, G.M., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005, 7. L'autore, identificando questi tre ambiti di informazione, parla di informare, informarsi e far informare, indicando come complessivamente racchiudano la prospettiva che, a seconda dei ruoli concreti e delle situazioni specifiche dell'attività gestionale, deve assumere l'amministratore di società per azioni.

L'informazione endoconsiliare ha lo scopo di sopperire all'assenza della collegialità, concepita come modulo base del processo decisionale nella società per azioni. Anche quando le decisioni si formano in maniera collegiale, è facilmente ipotizzabile la nascita di asimmetrie informative<sup>46</sup>; *a fortiori* quando la collegialità è attenuata, in presenza di delega<sup>47</sup>. L'amministrazione

---

<sup>46</sup> Con il termine "asimmetrie informative" si fa riferimento al fatto che le informazioni sono distribuite in modo e quantità diverse tra i vari soggetti che operano in un determinato contesto. Per i problemi che sorgono in presenza di asimmetrie informative, si legga SCARPA, D., *Asimmetrie informative interorganiche nelle società quotate*, in *Giurisprudenza Commerciale* 2009, III, 500, in cui l'autore spiega: "l'asimmetria informativa genera due problemi: l'azzardo morale (*moral azzard*) e la selezione avversa (*adverse selection*). L'azzardo morale si ha quando l'*agent* abusa della mancanza di informazioni del *principal*. Se il *principal* può disporre di informazioni dettagliate sul comportamento dell'*agent*, quest'ultimo farà attenzione a mettere in atto comportamenti scorretti per la paura di essere scoperto. Nel caso dell'azzardo morale, l'*agent* si lascia andare a comportamenti scorretti perché sa che il *principal* non può disporre di abbastanza informazioni per scoprire tali scorrettezze. La selezione avversa si ha quando il principale, nello scegliere l'*agent*, non può fare una scelta ottimale perché non dispone di abbastanza informazioni per valutare con precisione le capacità effettive di ogni candidato. La scelta che viene fatta non è ottimale perché esclude da un lato la scelta peggiore ma dall'altro anche quella migliore".

<sup>47</sup> ZAMPERETTI, G.M., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005, 47. L'autore sottolinea come "le asimmetrie nell'informazione sono in realtà un dato connaturato alla stessa struttura di ogni processo decisionale che coinvolga almeno due persone: il processo decisionale non è simultaneo scaturire di un esito, illuminazione istantanea e coeva

delegata affievolisce la collegialità ed è per questo che tale modalità di gestione dell'impresa "fa sorgere istituzionalmente un problema di asimmetria informativa tra amministratori deleganti e organi delegati"<sup>48</sup>.

Attraverso flussi informativi adeguati e tempestivi, il consiglio è in grado di svolgere un corretto ed efficiente esercizio delle sue funzioni di indirizzo strategico e di supervisione, essendo anche in grado di apportare correttivi all'attività delegata, quando questi risultino necessari<sup>49</sup>. Assunto sottolineato anche dalla Banca di

---

di più menti riunite intorno a un tavolo; il fatto stesso che la decisione collegiale costituisca un processo richiama una successione di fasi, una fattispecie di progressiva identificazione, ancorché a volte così rapida da essere poco visibile. Il processo decisionale, in altri termini, è dialettica, più o meno spinta, tra soggetti che assumono posizioni sostanzialmente diverse: è il confronto, padre di ogni cosa, a produrre il solidificarsi di un esito generato dall'interazione di ruoli distinti: anche se i componenti dell'organo si trovano su un piano di formale parità, e non vi è delega, nella ricostruzione storica di ogni processo decisionale può sempre rintracciarsi un soggetto che ha proposto e un altro che ha valutato e accolto, oppure respinto e contrapposto, dando luogo, in questo secondo caso, a una seconda fase di confronto. Di conseguenza, il fatto che il proponente abbia normalmente istruito il tema e già verificato (in modo più o meno esatto) i passaggi logici che danno coerenza alla direzione prescelta, implica usualmente una originaria posizione di privilegio informativo rispetto agli altri componenti dell'organo pluripersonale, privilegio che il metodo collegiale a volte è in grado di attenuare".

<sup>48</sup> ZAMPERETTI, G.M., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005, 48;

<sup>49</sup> Osserva MARULLI, M., *La delega gestoria tra le regole di corporate governance e di diritto societario*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2005, 99, che non basta

Italia nelle proprie Disposizioni di vigilanza, dove è chiarito che “la circolazione delle informazioni tra gli organi sociali e all’interno degli stessi rappresenta una condizione imprescindibile affinché siano effettivamente realizzati gli obiettivi di efficienza della gestione ed efficacia dei controlli<sup>50</sup>”.

Analizzando le tre diverse tipologie di informazioni che circolano all’interno della società per azioni, il “dovere di far informare” riguarda il presidente del consiglio di amministrazione,

---

provvedere gli amministratori di penetranti poteri di controllo, al fine di contrastare fenomeni di estraniamento della gestione sociale degli amministratori non esecutivi, se non li si dota anche dei mezzi necessari al loro esercizio e non si consente ai medesimi di disporre delle necessarie conoscenze. Sul punto si legga anche FERRI, JR. G., *L'amministrazione delegata nella riforma*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, 2003, 638, che definisce la dimensione informativa il punto di equilibrio complessivo della nuova disciplina dell'amministrazione. In ultimo, si legga l'efficace metafora di IRRERA, M., *Assetti organizzativi adeguati e governo della società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005, 239, secondo il quale “immaginando che i compiti del consiglio di amministrazione, da un lato, e quelli degli organi delegati, dall'altro, rappresentino due distinti ingranaggi e che essi debbano funzionare intersecandosi l'un con l'altro, occorre dotare gli stessi di un idoneo meccanismo di lubrificazione che – nel nostro caso – è rappresentato dalla presenza di un sistema di flussi informativi tra i due organi”.

<sup>50</sup> Si vedano le Disposizioni della Banca di Italia del 4 marzo 2008, paragrafo 5 (principi generali)

per quel che riguarda i riflessi della sua azione sull'adempimento del dovere di agire in modo informato di ciascun amministratore<sup>51</sup>.

Il dovere di agire in modo informato richiede, specie riguardo ai consiglieri non delegati, un ruolo potenziato del presidente del consiglio di amministrazione. La riforma ne ha chiarito i poteri, ponendo in evidenza la sua funzione di

---

<sup>51</sup> ZAMPERETTI, G.M., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005, 135, afferma che il potere di coordinamento dei lavori consiliari di cui all'art. 2381 c.c., primo comma, se esercitato correttamente, "può avere una influenza notevole su un più agevole adempimento del dovere di agire in modo informato proprio di ogni amministratore".

massimizzazione dell'efficienza del funzionamento del consiglio nell'ambito dell'autoregolamentazione<sup>52</sup>.

Il dovere di informare, invece, è il dovere degli organi delegati di dare informazioni. Ancora una volta il legislatore, attraverso la trasparenza e l'informazione, prende atto – ed in tal modo rende fisiologico – il fenomeno della compresenza di interessi degli amministratori con quelli della società. Di essi va data comunque informazione: sarà poi il plenum ad effettuare la valutazione in termini di confliggenza con gli interessi sociali<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> In tal senso, si legga BUONOCARE, V., *“Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto del codice civile*, in Giur. comm., 2006, I, 401, “con riguardo alla figura del presidente della società, identica rimanendo la norma – art. 2380, 4° comma, non più vigente e 2380-bis, 5° comma, nel testo novellato – a tenore della quale “il consiglio di amministrazione sceglie tra i suoi componenti il presidente, se questi non è nominato dall'assemblea”, la riforma colma una lacuna con l'introduzione del nuovo testo dell'art. 2381, il cui 1° comma stabilisce che “salvo diversa previsione dello statuto, il presidente convoca il consiglio di amministrazione, ne fissa l'ordine del giorno, ne coordina i lavori e provvede affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri”. Così disponendo – non si dimentichi che nella disciplina sostituita di presidente si parlava solo a proposito dell'assemblea nell'art. 2371 –, il legislatore del 2003 – si ripete – ha colmato una lacuna ed ha fornito un chiarimento che consente di distinguere il ruolo del presidente rispetto a quello dell'amministratore delegato, evitando le sovrapposizioni e le ambiguità che si sono spesso verificate nel passato”.

<sup>53</sup> Per BLANDINI, A., *Conflitto di interessi ed interessi degli amministratori di società per azioni: prime riflessioni*, in *Rivista del diritto civile*, 2004, 417, «si spoglia così l'amministratore del potere di decidere se quell'interesse collima o,

In ultimo, prescrive il VI co. dell'art. 2381 c.c. che “ogni amministratore è tenuto ad agire in modo informato”<sup>54</sup>.

Per ritenere adempiuto il dovere di informarsi non basta aver compiuto quanto necessario per acquisire informazioni: il doveroso obiettivo finale è l'esercizio di una diligente attività gestionale, un'azione informata.

Il dovere di azione informata è da valutare in stretta connessione con il dovere di diligenza, contemplato dal 2392 I co. c.c. Quindi l'amministratore è obbligato a: gestire l'impresa (art. 2380 bis c.c., 2409 *novies* c.c., 2409 *septiesdecies* c.c.) in modo

---

invece, contrasta con l'interesse sociale, e si attribuisce l'obbligo di valutare questa situazione al consiglio di amministrazione».

<sup>54</sup> Allo stesso risultato – anche se con riferimento al dovere di vigilanza sul generale andamento della gestione – era giunta la dottrina già molti anni fa, sotto la vigenza della vecchia formulazione dell'art. 2392 c.c., argomentando però dal carattere collegiale dei doveri di vigilanza e di intervento (non esisteva infatti ancora l'espressa formula oggi utilizzata dall'art. 2381 c.c., che parla genericamente dell'obbligo di agire in modo informato degli amministratori); Si veda ALLEGRI, V., *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Milano, 1979, 232 il quale afferma “la norma dell'art. 2392, comma 2°, fu dal legislatore pensata in relazione al caso specifico dell'esistenza di amministratori delegati: la vigilanza su questi ultimi era vista pertanto, anch'essa, come un'attività di carattere collegiale, che si affiancava alle altre attività, anch'esse da compiersi con metodo collegiale, che ai sensi dell'art. 2381, ultima parte, non sono suscettibili di delega. ... Su tale base è pertanto corretto affermare che il dovere di vigilanza non incombe soltanto sui deleganti, ma anche sugli altri amministratori delegati: giacché anch'essi fanno parte dell'organo amministrativo collegiale”.

informato (2381, sesto comma, c.c.).

È interessante cercare di capire la portata innovativa dell'esplicitazione del dovere di azione informata: ci si chiede se questo fosse già implicito nel dovere di amministrare con diligenza<sup>55</sup>.

Per parte della dottrina "l'art. 2381, sesto comma, c.c. reca in sé una visione fortemente innovativa dell'amministrazione, nella quale l'informazione è il *trait d'union* tra gestione e controllo<sup>56</sup>; c'è invece chi ha definito il richiamo all'agire in modo informato davvero inutile, perché consiste in un dovere connaturato alla natura

---

<sup>55</sup> SCOTTI CAMUZZI, S., *I poteri di controllo degli amministratori "di minoranza" (membro del comitato esecutivo con "voto consultivo"?)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1980, 790, si esprimeva in tal modo prima della riforma: "Ebbene, mi pare che la vigilanza altro non sia che un controllo (benché poi il terzo momento, quello del provvedere, sia regolato, anche indipendentemente dal dovere di vigilanza, dalla successiva seconda parte dell'art. 23922). Certo, nel caso previsto dall'art. 2392 c.c., si tratta di un controllo generico, in quanto la verifica è fatta non sui singoli atti, ma sull'attività. Mi pare che questo dovere di vigilanza significhi proprio di dovere stare svegli e accorti, per valutare se il consiglio deve intervenire, o le cose possono essere lasciate alla gestione dei delegati (e della direzione)".

<sup>56</sup> G. M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005, 272 ss., si preoccupa di dimostrare i "caratteri di rottura con il sistema precedente», poiché «il dovere di agire in modo informato costituisce un'esplicita formulazione di un compito troppo frequentemente dato per scontato nella valutazione delle condotte degli amministratori".

dell'incarico»<sup>57</sup>.

---

<sup>57</sup> Così VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, Cedam, Milano, 2006, 300

## Composizione e nomina del collegio sindacale

Codice del 1942	Progetto De Gregorio	Progetto De Gennaro-Visentini	Riforma del 2003
<p>Il collegio sindacale si compone di tre o cinque membri effettivi, soci o non soci. Devono inoltre essere nominati due sindaci supplenti.</p> <p>Le società per azioni che hanno un capitale non inferiore ai 5 milioni di lire devono scendere tra gli iscritti nel ruolo dei revisori sociali dei conti almeno uno dei sindaci effettivi, se questi sono in numero di tre, e in non meno di 2, se i sindaci effettivi sono cinque, e in entrambi i casi uno dei sindaci supplenti.</p> <p>Le altre società per azioni devono scegliere almeno uno dei sindaci effettivi e uno dei sindaci supplenti</p>	<p>La società deve avere tre o cinque sindaci effettivi e due supplenti. Se il capitale sociale non supera 1 miliardo di lire l'atto costitutivo può stabilire che vi siano soltanto un sindaco effettivo ed un supplente.</p> <p>Il presidente del collegio sindacale, il sindaco unico è un sindaco supplente, anche nell'ipotesi previste dagli articoli 2458 e 2459 del codice civile, sono nominati tra gli iscritti nel ruolo dei revisori ufficiali dei conti presidente del tribunale, il quale ne determina la retribuzione nell'ambito delle misure di minima e massima fissata dalla tariffa. Gli altri sindaci, salve le disposizioni degli</p>	<p>La società deve avere tre o cinque sindaci effettivi e due supplenti, soci o non soci. L'atto costitutivo, se il capitale sociale non supera 1 miliardo di lire, può stabilire che vi siano soltanto un sindaco effettivo ed uno supplente.</p> <p>Il presidente del collegio sindacale, il sindaco unico e un sindaco supplente devono essere scelti tra gli iscritti nel ruolo dei revisori ufficiali dei conti.</p> <p>Gli altri sindaci devono essere scelti tra gli iscritti nel ruolo dei revisori ufficiali dei conti o negli Albi professionali degli avvocati, dei dottori commercialisti o dei ragionieri tranne i sindaci nominati tra dipendenti dello Stato o di enti</p>	<p>Il collegio sindacale si compone di tre o cinque membri effettivi, soci o non soci. Devono inoltre essere nominati due sindaci supplenti.</p> <p>Almeno un membro effettivo ed uno supplente devono essere scelti tra gli iscritti nel registro dei revisori contabili istituito presso il Ministero della giustizia. I restanti membri, se non iscritti in tale registro, devono essere scelti fra gli iscritti negli albi professionali individuati con decreto del Ministro della giustizia, o fra i professori universitari di ruolo, in materie economiche o giuridiche.</p>

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Riforma del 2003</b>
<p>negli Albi professionali determinati dalla legge.</p>	<p>articoli 2458 e 2459 del codice civile, sono eletti dall'assemblea agli iscritti negli Albi professionali degli avvocati, dei procuratori, dei dottori commercialisti e dei ragionieri nonché tra i professori di materie giuridiche, economiche o tecnico contabili.</p> <p>I sindaci nominati dal presidente del tribunale, oltre quanto disposto dall'articolo 2399 del codice civile, non devono a pena di decadenza avere rapporti di impiego privato né rapporti di pubblico impiego incompatibile con l'esercizio di attività professionali né essere legati alla società o a società da questa controllate da apporti di lavoro autonomo.</p> <p>L'ufficio di presidente del collegio sindacale, il sindaco</p>	<p>pubblici ai sensi dell'articolo 2458 e 2459 del codice civile e i sindaci delle società controllate nominati tra gli amministratori e i dipendenti delle società controllanti.</p> <p>Non possono essere eletti alla carica di presidente del collegio sindacale o di sindaco unico, e se eletti, decadono dall'ufficio coloro che ricoprono impieghi pubblici incompatibili con l'esercizio di attività professionali o impieghi privati, né coloro che sono legati alla società, e ad altre società che la controllano o ne sono controllate o a società collegate da rapporti di lavoro autonomo.</p> <p>Non può essere eletto alla carica di presidente del collegio sindacale e di sindaco unico e, se eletto, decade dall'ufficio chi già ricopre la</p>	

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Riforma del 2003</b>
	<p>unico o un sindaco supplente delle società che, per l'attività che svolgono sono soggetti al controllo o alla vigilanza di un organo pubblico, sono nominati dall'organo che esercita il controllo o la vigilanza, ferma restando l'applicazione degli altri commi precedenti.</p>	<p>carica di presidente del collegio sindacale o di sindaco unico in 10 società. Non sono computate le cariche ricoperte in società controllate o collegate.</p>	

## Amministrazione della società

<b>Codice del 1942</b>	<b>Progetto De Gennaro-Visentini</b>	<b>Riforma del 2003</b>
<p>L'amministrazione della società può essere affidata anche ai non soci quando l'amministrazione è affidata a più persone queste costituiscono il consiglio di amministrazione.</p> <p>Se l'atto costitutivo non stabilisce il numero degli amministratori, ma ne indica solamente un numero massimo e minimo, la determinazione spetta all'assemblea.</p> <p>Il consiglio di amministrazione sceglie tra i suoi membri il presidente, e questi non è nominato dall'assemblea.</p>	<p>L'amministrazione della società, se il capitale sociale supera 1 miliardo di lire, deve essere affidata a un consiglio di amministrazione.</p> <p>Il consiglio di amministrazione, nei casi previsti dall'articolo 2381 del codice civile, deve essere convocato almeno ogni tre mesi per essere informato sull'andamento della gestione sociale.</p> <p>Non può essere nominato amministratore, e se nominato dedicate dal suo ufficio, chi già ricopre l'ufficio di amministratore in 10 società. Non sono computati gli uffici ricoperti in società controllate e collegate.</p> <p>Il limite che può essere stabilito dall'atto costitutivo per la cauzione degli amministratori, ai sensi del primo comma dell'articolo 2387 del codice civile, è elevato a 10 milioni di lire.</p>	<p>La gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale. L'amministrazione della società può essere affidata anche a non soci.</p> <p>Quando l'amministrazione è affidata a più persone, queste costituiscono il consiglio di amministrazione. Se lo statuto non stabilisce il numero degli amministratori, ma ne indica solamente un numero massimo e minimo, la determinazione spetta all'assemblea. Il consiglio di amministrazione sceglie tra i suoi componenti il presidente, se questi non è nominato dall'assemblea.</p>

---

## **CAPITOLO III**

### **LA VIGILANZA**

1 . I PROGETTI DI RIFORMA E LA PROPOSTA DI COSTITUIRE UN ORGANISMO DI VIGILANZA

2 . LA LEGGE 216/74: L'ISTITUZIONE DELLA COMMISSIONE NAZIONALE PER LA SOCIETÀ E LA BORSA

3 . I MODELLI DI VIGILANZA

4 . SEGUE: L'EVOLUZIONE DEI MODELLI DI VIGILANZA E GLI INDIRIZZI COMUNITARI

## *La vigilanza*

**1. I PROGETTI DI RIFORMA E LA PROPOSTA DI COSTITUIRE UN ORGANISMO DI VIGILANZA**

Le prime proposte per introdurre in Italia un organo di vigilanza per le società con azioni quotate in borsa sono da ricondurre ai progetti di riforma De Gregorio, De Gennaro-Visentini ed in ultimo al progetto Marchetti.

Si era infatti palesata la necessità di adeguare la disciplina legislativa alle esigenze e alla situazione di fatto nella quale si trovavano i piccoli ed i medi risparmiatori. Si tratta di soggetti che non costituivano né potevano costituire una categoria di soci attivi e vigili nei processi di gestione societaria, limitandosi ad affidare i loro risparmi all'impresa per averne una adeguata remunerazione al fine di evitare i rischi di svalutazione monetaria e partecipare agli incrementi derivanti dal successo dell'impresa.

L'introduzione di un adeguato modello di vigilanza era anche in linea con quanto stabilito dall'art. 47 della Costituzione che

## *La vigilanza*

affidava alla Repubblica il compito di incrementare il piccolo risparmio, incanalandolo verso attività produttive.<sup>1</sup>

I poteri attribuiti all'organo di vigilanza avevano tuttavia una diversa portata nel primo progetto rispetto alla sua revisione con le modifiche apportate dalla commissione De Gennaro-Visentini. Nella seconda stesura, infatti, i poteri dell'organo vennero sensibilmente ridotti<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Relazione al progetto De Gregorio, in *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 1966, 154, nella quale si può leggere che l'esigenza di una tutela ampia, la vastità degli interessi toccati, l'incidenza nella sfera dell'interesse pubblico, imponevano l'instaurazione di un efficiente sistema di pubblicità che consentisse "al pubblico dei risparmiatori, e, in certa misura, di tutti gli operatori economici direttamente o indirettamente interessati alla vita della società, di conoscerne le vicende amministrative più importanti", senza ovviamente intaccare quella sfera di scelte economiche e di programmi futuri dell'impresa che ragioni di ordine economico e concorrenziale imponevano di non rendere pubblici".

<sup>2</sup> Se nella prima stesura del Progetto l'organo di vigilanza aveva il potere di richiedere dati, atti e documenti, eseguire ispezioni, di stabilire le forme tecniche dei bilanci e di prescrivere la redazione dei bilanci consolidati di gruppo, di formulare in assemblea osservazioni e rilievi, di richiedere l'integrazione delle relazioni degli amministratori, di chiedere la convocazione dell'assemblea, di proporre l'azione sociale di responsabilità, di denunciare al Tribunale gravi irregolarità amministrative, di impugnare le deliberazioni assembleari, di pubblicare notizie ritenute necessarie per l'informazione del mercato, di invitare gli amministratori a rivedere il progetto di bilancio in cui si prevede per le azioni di risparmio un dividendo inferiore al privilegio, di esprimere il proprio dissenso circa la congruità del sovrapprezzo o del rapporto di cambio in caso di aumento di capitale o di fusione di società. Invece, nella seconda stesura del progetto, i poteri dell'organo di

## *La vigilanza*

Il progetto De Gregorio dedicava il titolo II alle disposizioni sulle società ammesse alla quotazioni in borsa.

L'art. 33, ivi contenuto, poi art. 41 nel progetto De Gennaro-Visentini, affermava che le funzioni di vigilanza, ad eccezione di quelle demandate al Ministro per il Tesoro, dovessero essere esercitate dalla Banca d'Italia, secondo le direttive del Comitato interministeriale per il credito ed il risparmio. Il programma del governo del 1965 prevedeva, in realtà, la creazione di un organo di vigilanza "presso la Banca d'Italia". La commissione De Gregorio lo

---

vigilanza sono stati ridotti giacché non può più chiedere la convocazione dell'assemblea o proporre l'azione sociale di responsabilità o denunciare al Tribunale gravi irregolarità nell'amministrazione oppure esprimere il proprio dissenso sulla congruità del sovrapprezzo delle azioni o sul rapporto di cambio.

## *La vigilanza*

aveva identificato con la Banca stessa, sottolineando come sembrasse del tutto scontata una interpretazione simile<sup>3</sup>.

La relazione di minoranza dei commissari Auletta e Giannotta al primo schema di progetto aveva però criticato vivacemente questa soluzione, rimproverando alla maggioranza di aver male interpretato il programma di governo che sembrava prevedere la sola collocazione dell'organo di vigilanza presso la Banca di Italia, non l'identificazione con essa. La minoranza osservava che sarebbe stato più opportuno affidare il controllo ad un organo collegiale di nomina ministeriale, sul modello della S.E.C. statunitense (*Securities Exchange Commission*), in grado di garantire una maggiore competenza e continuità di esperienze e di

---

<sup>3</sup> Si legge nella Relazione introduttiva del progetto De Gregorio che “sembra evidente che la localizzazione presso la Banca di Italia non ha un significato meramente spaziale o, per così dire, burocratico, nel senso che il predetto istituto (di vigilanza) debba mettere a disposizione del nuovo organo i suoi servizi, ma esprime, al contrario, l'intendimento di rendere la stessa banca responsabile della funzione come si evince chiaramente dal parallelismo con l'attuale vigilanza sulle aziende di credito. Se si fosse pensato ad un organo al di fuori della Banca di Italia, ancorché a questa collegato, non sarebbe stata usata la locuzione 'presso la banca di Italia' né, tantomeno, sarebbe stato sottolineato che detto organismo deve costituirsi parallelamente a quello già esistente presso la stessa Banca. Dichiarazione, quest'ultima, che rende inequivocabile il significato del riferimento alla Banca di Italia. D'altra parte, la creazione di un organo esterno abilitato ad avvalersi della struttura burocratica della Banca di Italia, porrebbe una serie di problemi di non facile soluzione in ordine ai rapporti tra detto organo e la Banca stessa”.

azione – grazie al permanere dell'organo pur nel variare della sua composizione<sup>4</sup>.

Questa posizione critica trovò condivisione in dottrina e riemerse in sede di redazione del progetto De Gennaro-Visentini. Al contempo, la norma dello schema De Gregorio venne conservata, solo in via provvisoria: si ritenne infatti di affidare la questione al consiglio dei Ministri, su istanza del Ministro del Bilancio che, d'accordo con le tesi della minoranza della commissione, propose

---

<sup>4</sup> *Le relazioni di minoranza al progetto di riforma della disciplina delle società commerciali. Osservazioni dei commissari Auletta e Giannotta*, in Rivista delle società, Giuffrè, Milano, 1966. La relazione dei membri di minoranza è chiara al riguardo, affermando che “la decisione adottata nel testo del progetto, cioè quella di strutturare l'organo di controllo come organo unipersonale identificato nella persona del Governatore della Banca di Italia, il quale abbia alle sue dipendenze un apparato di funzionari, appare agli scriventi assolutamente inadeguata per le seguenti ragioni. È evidente che ai funzionari non può essere affidata, in relazione ai poteri ad essi attribuiti, che il compito di constatare la corrispondenza tra la posizione patrimoniale e l'attività della società e la rappresentazione che della stessa avviene nella documentazione societaria. [...] Solo un organo collegiale può garantire quella pluralità di competenze ed esperienze che ovviamente si richiedono in relazione alla natura e alla complessità stessa dei compiti di cui sopra. A ciò si aggiunga che l'organo collegiale è il solo a presentare il vantaggio della continuità dell'esperienza, pur nell'alternarsi delle singole persone. [...] Inoltre l'importanza e la stessa delicatezza dei compiti di controllo verrebbero contraddette se se ne affidasse l'esercizio ad un organo, quale il Governatore della Banca di Italia, già onerato da tali e così gravosi compiti, rispetto ai quali i nuovi che gli si dovrebbero attribuire nel testo di maggioranza, verrebbero necessariamente a qualificarsi come accessori”.

## *La vigilanza*

l'alternativa di affidare le funzioni di vigilanza, anziché alla Banca di Italia, ad un organo collegiale *ad hoc*, di nomina governativa.

Nell relazione dell'anno successivo il CNEL accolse le posizioni del Progetto De Gregorio sulla scelta della Banca d'Italia, ritenendo che fosse l'organo al quale era opportuno affidare la vigilanza per il carattere tecnico dei compiti nonché per le funzioni istituzionali e le caratteristiche della Banca stessa, che svolgeva già – anche nella specifica materia in esame – alcune funzioni ampliate e rese sistematiche dai progetti.

Tuttavia il CNEL, in una considerazione di insieme, non ritenne soddisfacente l'assetto che il progetto aveva dato al tema della vigilanza governativa, considerandolo pieno di lacune<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Nel parere espresso dal CNEL, dopo la redazione del progetto De Gregorio, il comitato chiarisce i motivi del mancato plauso allo schema in tema di vigilanza, affermando che sembra esser stata disposta una organizzazione dell'organo di vigilanza non completa e disordinata dal punto di vista sistematico. “La nozione di vigilanza governativa abbraccia tutto il complesso degli interventi di pubblica autorità in campo societario, per diverse che possano essere le finalità perseguite e gli interessi tutelati dai vari tipi di intervento. Esigenze di chiarezza e di sistema postulano, quindi, che in una apposita parte del provvedimento – intitolato appunto alla vigilanza governativa – trovino organica e coordinata disciplina tutti gli istituti che di tale vigilanza sono espressione: non soltanto quelli concernenti l'ammissione delle società alla quotazione in borsa e la particolare vigilanza che ne consegue, ma anche e in prima linea quelli che attengono al più importante profilo di rilevanza dell'azione societaria nel mercato finanziario, vale a dire alla emissione e alla immissione nel mercato generale di nuovi valori mobiliari, azionari ed obbligazionari, provengano da società quotate o non quotate, siano o non siano

## *La vigilanza*

L'art. 41 del progetto De Gennaro-Visentini confermò però l'affidamento dei poteri di vigilanza alla stessa Banca di Italia e non ad un organo esterno.

Le norme dell'art. 56 e 147 dello stesso progetto completavano la disposizione introduttiva dell'art. 41. L'art. 56 prevedeva la possibilità del ricorso in via amministrativa contro i provvedimenti dell'organo di vigilanza. L'art. 147 rinviava ad un secondo momento l'emanazione delle norme per l'organizzazione ed il funzionamento dei servizi di vigilanza.

All'art. 46 venivano stabilite le funzioni dell'organo di vigilanza, che comportavano per le società una serie di obblighi, come quello di comunicazione all'organo di vigilanza dell'avviso di convocazione della assemblea, del progetto di bilancio con le proposte relative agli utili, della relazione semestrale o delle deliberazioni di distribuzioni di acconti di dividendo, dei bilanci approvati, degli atti soggetti a iscrizione o pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale, delle variazioni nella composizione degli organi sindacali. Nel quarto comma venne altresì stabilito che i sindaci avevano l'obbligo di denunciare, anche individualmente, le irregolarità incontrate nell'amministrazione societaria.

Erano state poste le basi per consentire all'organo di vigilanza di esplicitare le proprie funzioni. Per questo motivo,

---

destinati ad essere quotati in borsa o in altre forme offerti in pubblica sottoscrizione”.

## *La vigilanza*

l'articolo seguente descriveva in maniera puntuale i poteri attribuiti all'organo, larga parte dei quali destinata alla raccolta delle informazioni trasmesse dalle società. Ricordando solo i più rilevanti, si prenda in considerazione la possibilità di richiedere comunicazioni di dati e notizie alle società, oppure di eseguire ispezioni nelle sedi delle società; ed ancora chiedere l'integrazione delle relazioni degli amministratori che si ritenevano insufficienti all'informazione del mercato oppure denunciare gravi irregolarità ai sensi dell'art. 2409 c.c.

L'organo di vigilanza poteva anche intervenire preventivamente – come stabilito dall'art. 48 – in difesa degli azionisti di risparmio, qualora fosse stato proposto un dividendo inferiore alla misura del privilegio, invitando gli amministratori a rivedere il progetto di bilancio.

Allo stesso modo, poteva esprimere il suo dissenso in tema di limitazione ed esclusione del diritto di opzione o di fusione di società, circa la congruità del sovrapprezzo delle azioni non offerte in opzione o del rapporto di cambio tra le azioni o quote della società da fondere. Se gli amministratori avessero mantenuto ferme le loro proposte, il parere motivato dell'organo di vigilanza sarebbe stato trasmesso all'assemblea dei soci.

Una norma che suscitò dapprima perplessità e poi aspre polemiche fu l'art. 49 del progetto De Gennaro-Visentini che predisponne un sistema di pubblicità mediante pubblicazione nel Bollettino delle società ammesse alla quotazione per gli atti che

## *La vigilanza*

dovevano essere comunicati all'organo di vigilanza. Nella relazione al primo schema di progetto, era infatti possibile leggere un dissenso profondo nei confronti di questa disposizione, poiché si sosteneva che l'organo di vigilanza dovesse avere solo ed esclusivamente una natura tecnica e non dovesse ingerirsi nella gestione societaria.

Su questo punto nodale si divise la dottrina, così come si divisero i commissari che parteciparono alla stesura del primo e del secondo progetto di riforma.

Tutti erano concordi nell'individuazione degli interessi che l'organo di vigilanza avrebbe dovuto tutelare, come l'interesse del pubblico risparmio in sede di negoziazione dei titoli, l'interesse degli azionisti e dei terzi risparmiatori alla corretta gestione sociale ed in ultimo l'interesse generale dell'economia. Mancava invece l'accordo sulle modalità di attuazione di tali tutele.

Era stato più volte sottolineato che se l'operatività dell'organo pubblico di vigilanza avesse assunto l'intensità di un controllo di merito, con conseguente lesione del potere decisionale spettante agli organi societari, si sarebbe verificato un contrasto con l'art. 41 della Costituzione, sovvertendo il principio della libera operatività imprenditoriale. Per questo motivo i poteri dell'organo di vigilanza non avrebbero dovuto comportare interferenze nella gestione dell'impresa, né incidere sulla fase formativa della volontà degli organi ad essa preposti. Secondo questa impostazione, la funzione rimessa all'organo di vigilanza doveva essere solo quella "di valutare i modi di collegamento tra l'impresa sociale ed il

## *La vigilanza*

mercato finanziario e cioè le forme di raccolta dei mezzi finanziari occorrenti per l'attuazione di iniziative e scelte imprenditoriali, già altrove formate”<sup>6</sup>.

Nelle relazioni dei commissari di minoranza che seguirono il primo progetto di riforma erano chiari gli attacchi rivolti alla configurazione dell'organo di vigilanza così come pensato del primo progetto: si riteneva su più fronti che la normativa proposta in tema mortificasse profondamente il principio di autonomia della gestione e dell'organizzazione interna della società<sup>7</sup>. Con la soluzione proposta

---

<sup>6</sup> FOSCHINI, M., *Prospettive di riforma della società per azioni nel quadro della politica di piano*, in *Aspetti privatistici della programmazione economica*, Atti della Tavola rotonda tenuta a Macerata nei giorni 22-24 maggio 1970, Giuffrè, Milano, 1971, 326

<sup>7</sup> Secondo la prima relazione di minoranza, contenuta in *Rivista delle Società*, 1966, Giuffrè, Milano, 403, la configurazione dell'organo di vigilanza effettuata dal progetto di riforma delle società per azioni turbava eccessivamente il delicato equilibrio di contrapposte esigenze, tipico dell'istituto, racchiudendo in sé “l'attitudine a menomare gravemente la vitale funzione spettante alle società azionarie nel sistema economico-sociale prescelto dalla Costituzione”. Nell'elaborazione del progetto l'opera della Commissione era stata vincolata dalle direttive contenute nel programma governativo, ma in alcuni punti il principio di autonomia era stato profondamente intaccato e la condizione di equilibrio era stata gravemente compromessa senza che ciò fosse imposto dal programma. Il sistema, così considerato, appariva in contrasto anche con la linea seguita dai legislatori moderni ed in particolare dai legislatori di tutti i Paesi economicamente e socialmente più evoluti. Infatti, il principio di non interferenza degli organi pubblici nella gestione della società risulta rispettato nel modo più rigoroso anche nell'ordinamento degli Stati Uniti d'America, che spesso veniva citato in appoggio

## *La vigilanza*

dal progetto, infatti, ci sarebbe stata una ingerenza esterna troppo pesante sulla vita della società con una inaccettabile interferenza pubblicistica. Si era giunti addirittura a definire le attività dell'organo di vigilanza come “formidabile mezzo di pressione e meccanismo distorsivo delle scelte sociali”<sup>8</sup>.

---

degli orientamenti favorevoli a tale interferenza. Al contrario, la regolamentazione americana è rivolta esclusivamente a garantire che le società quotate in borsa e quelle che collocavano i propri titoli al di là dei confini dei singoli stati, forniscano al pubblico dei risparmiatori informazioni adeguate ai fini della conoscenza della situazione della società. All'autorità amministrativa è affidato esclusivamente il compito di vegliare sulla sufficienza e sulla veridicità dell'informazione del pubblico, senza alcuna possibilità di interferire nella gestione sociale, neppure in forma indiretta. In tal senso si esprimevano i commissari di minoranza De Gennaro e Ferri.

<sup>8</sup> JANNUZZI, in *Relazione al convegno dell'ISLE sui “Problemi e prospettive della riforma delle società commerciali”*, in Atti, Milano, 1966, 65. Dello stesso avviso COTTINO, G., in *La riforma delle società commerciali*, S.T.E.M Mucchi, Modena, 1964, il quale aveva precisato che la vigilanza non potesse nemmeno penetrare nell'ambito dei rapporti giuridici interni fra i soci e di quelli tra l'impresa ed i terzi contraenti e creditori. “Se la vigilanza venisse qualificata in queste direzioni, come sembra in parte nelle proposte dello Schema, potrebbe compromettere l'autonomia decisionale degli enti societari, per un verso comprimendo ed infrenando le iniziative economiche, per altro verso avallandole a scapito del senso di responsabilità degli operatori. Inoltre essa si sovrapporrebbe alle funzioni di controllo che sono proprie dell'organo sindacale in fase di autotutela e dell'autorità giudiziaria in sede onoraria e contenziosa, anche qui provocando confusione e contaminazione delle competenze e di responsabilità”.

## *La vigilanza*

La stessa preoccupazione, circa le possibili ingerenze da parte dell'organo di vigilanza nelle scelte gestionali della società, era stata espressa dal CNEL.

Al contrario, altra parte della dottrina sosteneva che il controllo non dovesse considerarsi rivolto esclusivamente ad assicurare ai risparmiatori una informazione aggiornata e veritiera, ma dovesse orientarsi al rispetto della legge, e quindi all'eliminazione “degli effetti derivanti dal negativo comportamento degli organi sociali [...], restando sempre arbitri della decisione finale o l'assemblea dei soci o l'autorità giudiziaria”<sup>9</sup>. Ed anche qualora i poteri di controllo dell'autorità di vigilanza fossero stati finalizzati alla verifica dell'operare degli organi a cui era affidata la gestione della società, sarebbe stato solo a tutela dell'interesse dei soci e dei risparmiatori o dei terzi contraenti con la società, nel caso di una scarsa efficienza del controllo del collegio sindacale al fine di evitare una duplicazione nel sistema dei controlli a diversi livelli.

Le preoccupazioni sopra evidenziate rappresentarono il punto di partenza della stesura del secondo progetto ad opera della

---

<sup>9</sup> FOSCHINI, M., *Prospettive di riforma della società per azioni nel quadro della politica di piano*, in *Aspetti privatistici della programmazione economica*, Atti della Tavola rotonda tenuta a Macerata nei giorni 22-24 maggio 1970, Giuffrè, Milano, 1971, 328. L'autore sostiene che “il controllo sulla gestione è pur sempre verifica dell'osservanza della legge, non interferenza nelle scelte imprenditoriali, in quanto l'organo di vigilanza svolge un'opera di segnalazione o di raccomandazione [...]”.

### *La vigilanza*

commissione De Gennaro-Visentini e portarono ad un rimodellamento delle funzioni e dei poteri del sistema di vigilanza.

**2. LA LEGGE 216/74 E L'ISTITUZIONE DELLA COMMISSIONE NAZIONALE PER LA SOCIETÀ E LA BORSA**

Con la legge 216/74, su slancio del progetto Marchetti di due anni prima, venne istituita la Consob, un organo pubblico a cui affidare il controllo delle società e del mercato mobiliare. Il provvedimento in commento cercava di “restituire all’investimento azionario la fiducia dei risparmiatori, in una prospettiva di uniformare la legislazione italiana in tema di controlli sulle società e sull’attività della Borsa a quella dei Paesi economicamente più avanzati”<sup>10</sup>.

La legge 216 di conversione del Decreto legge 8 Aprile 1974 rivoluzionò il contenuto del decreto a tal punto da far dubitare della sua stessa legittimità costituzionale. “I precetti del decreto, durati lo

---

<sup>10</sup> Questo il contenuto della Relazione che accompagnava la legge 216 del 1974. È possibile leggerne uno stralcio in MIGNOLI, A., *Il controllo pubblicistico sulle società per azioni, la Consob*, in La riforma stralcio della società per azioni e la piccola riforma della borsa valori (legge 7 giugno del 1974 n. 216) Atti del seminario promosso dalla Facoltà di Economia e commercio dell’università Cattolica del Sacro Cuore e dell’Associazione per lo sviluppo degli studi di Banca e Borsa, Milano 11-13 novembre 1974, Vita e Pensiero Editore, Pubblicazioni dell’Università Cattolica, Milano, 1975, 182.

## *La vigilanza*

spazio di un mattino, conservarono interesse essenzialmente storico”<sup>11</sup>.

La disciplina ivi dettata risultava largamente incompleta, in quanto, disponeva l’art. 1, VI co., che “la Commissione delibera le norme concernenti la propria organizzazione e il proprio funzionamento, nonché quelle dirette a disciplinare la gestione delle spese, anche in deroga alle disposizioni sulla contabilità generale dello Stato. I relativi regolamenti sono approvati con decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Presidente del Consiglio, previa deliberazione del Consiglio dei Ministri”.

La normativa contenuta nella legge 216 non atteneva “direttamente ed essenzialmente alla disciplina delle società in quanto tali, ma alla disciplina pubblicistica del mercato mobiliare a tutela del pubblico risparmio”<sup>12</sup>. Infatti, il controllo non riguardava

---

<sup>11</sup> MINERVINI, G., *La Consob, Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Liguori Editore, Napoli, 1989, 25; si legga anche SANTORO, V., *Dai Progetti di Riforma all’attuale miniriforma delle società per azioni*, *Giurisprudenza Commerciale*, 1976, 886 il quale afferma come “il decreto presentato alla camera per la conversione in legge, subisce, in sede di Commissione finanza e tesoro, una vicenda singolare, da cui, divenendo L. 7 giugno 1974 n. 216, esce completamente modificato in molti aspetti, e per giunta ricco di nuovi articoli ripescati, un po’ qui e un po’ lì, nei precedenti progetti di riforma e riguardanti: le azioni di risparmio, le obbligazioni convertibili in azioni, il divieto di deleghe in bianco, l’assemblea di terza convocazione, il bilancio, il conto profitti e perdite e le relazioni degli amministratori, le offerte di pubblico acquisto, ed, incidentalmente, altri aspetti”.

<sup>12</sup> Circolare *Assonime* n. 179 del 1974, pagina 52

## *La vigilanza*

tutte le società azionarie, ma solamente quelle quotate in borsa, e si estendeva anche “alle società e agli enti finanziari – indipendentemente dal fatto che fossero quotate in borsa – e a tutti coloro che effettuavano offerte di pubblico acquisto o vendita di azioni o di obbligazioni convertibili anche non quotate” come stabilito dall’art. 18 della stessa legge.

Il controllo della Commissione sulle società azionarie quotate in borsa, così introdotto nell’ordinamento, non aveva niente a che vedere con i sistemi di vigilanza a cui erano sottoposte tutte le società azionarie fino all’entrata in vigore del codice del commercio del 1882, né con la vigilanza a cui erano sottoposte le società operanti in altri settori. Il primo tipo di vigilanza fu istituito con il regio decreto 30 dicembre 1865 allo scopo di assicurare la legalità e la correttezza della gestione, restando tuttavia esclusa qualsiasi interferenza nel merito delle scelte economiche della società: era una vigilanza in linea col principio della necessaria autorizzazione governativa per la costituzione delle società azionarie, che fu però abbandonata e quindi soppressa nel codice del commercio, demandando questo tipo di controllo all’organo sindacale.

Erano poi sottoposte a controllo le società che esercitavano il credito, le società assicuratrici e le società fiduciarie e di revisione, ma si trattava di un controllo che, senza interferire nel merito delle scelte, incideva solo sulla gestione sociale, a differenza del controllo affidato alla Consob che aveva lo scopo specifico ed esclusivo di

## *La vigilanza*

garantire la completezza e la veridicità dei bilanci e delle altre informazioni fornite al pubblico delle società quotate in borsa.<sup>13</sup>

L'idea di introdurre nel nostro ordinamento questo tipo di controllo si fece strada in seguito all'influenza esercitata dalle esperienze acquisite in alcune legislazioni straniere, in particolare negli Stati Uniti con la *Securities Exchange Commission* e nel Belgio con la *Commission Bancaire*<sup>14</sup>.

Dopo il percorso che si era delineato, grazie ai progetti di riforma, e all'individuazione della Banca di Italia come organismo di vigilanza, la legge 216 compiva una scelta differente, istituendo la commissione nazionale per le società e la borsa, alla quale affidava il

---

<sup>13</sup> Si legga NOBILI, R., - VITALE, M., *La riforma delle società per azioni*, commentario alla Legge 7 Giugno 1974, n.216 e ai decreti delegati, Giuffrè, Milano, 1975,4

<sup>14</sup> La concezione a cui si ispira la *SEC* è quella che colloca il potere pubblico in posizione di neutralità e obiettività, rispettando il “gioco delle parti” economiche, le quali, a loro volta, debbono rispettare, “le regole del gioco” specie sotto il profilo delle informazione leale ed obiettiva al pubblico dei risparmiatori ed agli operatori di Borsa. La commissione statunitense ha inoltre il pregio di fruire di ampi poteri in materia di autoregolamentazione, il che consente ad essa di compiere un continuo processo di aggiornamento normativo in rapporto alle nuove esigenze operative. Analogo organo pubblico di controllo sulle Borse valori opera in Belgio, la *Commission Bancaire*, con il compito specifico di esaminare le domande di ammissione alle quotazioni e di vigilare sulla correttezza delle offerte pubbliche di valori mobiliari, specie sotto il profilo della congruità delle informazioni rese al pubblico. E' possibile leggere un'ampia disamina sulle esperienze estere in tema di vigilanza in JANNUZZI, A., *La Consob, caratteri funzionali – L'informazione societaria – le borse – controllo e sanzioni*, Ipoa Informatica, Milano, 1985, 14.

## *La vigilanza*

compito di attuare, con garanzie di obiettività e con agilità di funzionamento, il controllo pubblico sia in materia di operazioni sia in materia di comportamenti delle società e degli enti aventi titoli quotati in borsa, per assicurare la tutela del risparmio e la salvaguardia del principio di buona fede nelle contrattazioni privatistiche.

La legge 216, dopo aver provveduto all'istituzione della Consob ne fissava con norme maggiormente chiare le funzioni e i relativi limiti precisandone meglio la natura e la struttura.

La Consob, organismo con personalità giuridica di diritto pubblico, aveva il potere di prescrivere alle società con azioni quotate in borsa la redazione di bilanci consolidati di gruppo; poteva richiedere, nei modi e nei termini da essa stabiliti, dati e notizie necessari per l'informazione del pubblico, in aggiunta a quelli risultanti dai bilanci e dalle relazioni della società; poteva richiedere alle società anche informazioni periodiche e la trasmissione di atti e documenti in aggiunta a quelli già previsti a livello ordinario; poteva disporre l'ammissione d'ufficio – sentiti gli amministratori della società – alla quotazione in una o più borse dei titoli abitualmente e largamente negoziati. Queste le funzioni più importanti<sup>15</sup>.

---

<sup>15</sup> Per completezza, si riportano altre funzioni che la legge 216 ricondusse alla Consob, che poteva altresì: determinare in via generale o per singole borse i tipi di contratti ammessi, i sistemi di quotazione, le modalità di accertamento dei prezzi e di formazione del listino, le tariffe di mediazione, gli importi minimi negoziabili in borsa per ciascun titolo quotato; controllare il funzionamento delle singole borse e

## *La vigilanza*

---

accertare le regolarità e i modi di finanziamento delle operazioni di intermediazione e negoziazione su titoli quotati in borsa effettuati dai soggetti che operano in borsa o esercitano attività di intermediazione; esercitare le altre competenze relative al funzionamento delle borse attribuite al Ministero del Tesoro.

### **3. I MODELLI DI VIGILANZA**

Al fine di comprendere al meglio le scelte effettuate dal legislatore e il dibattito emerso in sede di redazione dei progetti di riforma è opportuna un'analisi – seppur sintetica – dei diversi modelli di vigilanza e delle problematiche sottese.

Il fenomeno delle autorità indipendenti è di recente formazione, risalente agli anni '90 dell'ultimo secolo. Nonostante siano Autorità che hanno la finalità di tutelare interessi di rilevanza pubblica, sono caratterizzate da indipendenza nei confronti delle autorità di governo, tale da sottrarle a possibili ingerenze di quest'ultime<sup>16</sup>.

Le caratteristiche di indipendenza possono essere individuate nella capacità delle Autorità di determinare la propria organizzazione con il solo e ovvio vincolo del rispetto della legge e nella capacità di determinare la propria azione nell'esercizio dei poteri attribuiti dalla legge. La sola soggezione alla legge, e non al potere esecutivo, le rende indipendenti da quest'ultimo.

---

<sup>16</sup> CERULLI IRELLI, V., *Premesse problematiche allo studio delle "amministrazioni indipendenti"*, in  *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Quaderni diretti da Mario Bessone, BASSI, F., - MERUSI, F., (a cura di), Giuffrè, Milano, 1993. L'autore afferma che mentre "l'indipendenza appare propria di organizzazioni statali dotate di particolari caratteristiche relazionali con l'autorità di governo, tali da sottrarle da (ogni) ingerenza di quest'ultima, pur essendo esponenziali non di un ambito di interessi proprio (non autonome perciò), ma adibite alla cura di interessi fatti propri dallo Stato".

## *La vigilanza*

Il modello delle Autorità indipendenti trova ampio spazio nell'amministrazione di settori di alta valenza tecnica, nei quali il comportamento dei soggetti terzi è estremamente sensibile ad ingerenze di natura politica. Cosicché si ritiene opportuno separare l'esercizio dei poteri di regolamentazione di questi settori dal generale governo politico.

In dottrina e in giurisprudenza si è a lungo discusso in merito alla natura giuridica e al riconoscimento costituzionale delle Autorità indipendenti.

L'indipendenza di cui godono questi organismi vale a differenziarli notevolmente dagli altri enti pubblici. Proprio la circostanza che le Autorità indipendenti non rispondano politicamente all'esecutivo ha suscitato dubbi in ordine alla loro legittimità costituzionale.

Quanto alla natura giuridica, ci si è chiesti se le Autorità siano da ricondurre nell'alveo della Pubblica Amministrazione o se invece siano da assimilare – in virtù della loro spiccata indipendenza strutturale – al potere giudiziario.

La Corte di Cassazione, in una nota sentenza<sup>17</sup>, ha sostenuto che nel nostro ordinamento non è consentito ipotizzare un *tertium genus* fra amministrazione e giurisdizione, cui attribuire i caratteri della paragiurisdizionalità. Si è quindi sancita la natura di pubblica Amministrazione delle Autorità indipendenti.

---

<sup>17</sup> Cassazione civile 20 maggio 2001, n. 7341

## *La vigilanza*

Strettamente connesso al tema della natura giuridica risulta quello della compatibilità costituzionale del modello organizzativo in questione.

In particolare, ci si è chiesti se il modello delle Autorità indipendenti dal potere esecutivo sia compatibile con il modello di amministrazione desumibile dall'art. 95 della Costituzione, a norma del quale i Ministri sono responsabili collegialmente degli atti del Consiglio dei Ministri e individualmente degli atti dei loro dicasteri<sup>18</sup>.

I dubbi di legittimità costituzionale delle *Authorities* sono alimentati dalla carenza di qualsivoglia forma di dipendenza dell'amministrazione dal Governo, e conseguentemente, di forme di responsabilità di quest'ultimo di fronte al Paese per le attività svolte dalle Autorità, in presunta violazione dell'art. 95 Cost.<sup>19</sup>.

Viceversa, un rapporto di dipendenza non potrebbe essere giustificato, in virtù del riferimento alla natura regolatoria che queste Autorità sono chiamate a rivestire.

In risposta a questo interrogativo si è osservato che il modello di amministrazione come apparato dipendente dal Governo, senz'altro desumibile dall'art. 95 della Costituzione, si affianca al

---

<sup>18</sup> GAROFOLI, R., - FERRARI, G., *Manuale di diritto amministrativo*, Nel diritto editore, Roma, 2012, 317

<sup>19</sup> ROLLI, R., - TAGLIALATELA, A., *La "legittimazione" costituzionale delle Autorità amministrative indipendenti*, pubblicato su [www.giustamm.it](http://www.giustamm.it) in data 26 febbraio 2010, 3.

## *La vigilanza*

modello “dell’amministrazione come apparato a sé, separato dal Governo e più in generale dal potere politico, quindi senza vincolo di subordinazione, regolato direttamente dalla legge”<sup>20</sup>.

Per quanto attiene alla identificazione dei diversi modelli di vigilanza, possono distinguersi cinque modalità di supervisione e regolamentazione in campo finanziario: 1) la vigilanza istituzionale; 2) la vigilanza per finalità; 3) la vigilanza per attività; 4) la vigilanza funzionale; 5) la vigilanza accentrata.

---

<sup>20</sup> NIGRO, M., *La pubblica amministrazione fra costituzione formale e costituzione materiale*, in Rivista trimestrale di diritto e procedura civile, Giuffrè, Milano, 1985,163. ROLLI, R., - TAGLIATELA, A., *La “legittimazione” costituzionale delle Autorità amministrative indipendenti*, pubblicato su [www.giustamm.it](http://www.giustamm.it) in data 26 febbraio 2010, 3, gli autori chiariscono anche che ogni dubbio circa la legittimità costituzionale delle Autorità amministrative indipendenti sia privo di qualsivoglia fondamento giuridico, poiché come dimostrato, ogni potere che il legislatore ha attribuito alle Autorità *de quibus* non solo appare conforme a Costituzione, ma addirittura sempre legittimato dalla stessa Carta Fondamentale. Basti considerare, a tale riguardo, che non soltanto gli interessi tutelati attraverso l’istituzione delle Autorità affondano le loro radici nella Costituzione, ma la stessa forma di Autorità indipendente appare il modello organizzativo più appropriato, sotto il profilo costituzionale, alla realizzazione di quegli interessi. La corretta gestione dei cc.dd. settori sensibili, infatti, è garantita soltanto da organismi del tutto indipendenti dal Governo e dai poteri economici. Né si potrebbe invocare il principio di separazione dei poteri per contestare la legittimità costituzionale delle Autorità Amministrative indipendenti. A ben vedere, infatti, nelle Autorità in esame si concentrano poteri regolamentari e decisorii in maniera non dissimile da quanto accade in relazione ad altre amministrazioni, come ad esempio quella governativa”.

## *La vigilanza*

### *La vigilanza istituzionale*

Rappresenta l'approccio più tradizionale di supervisione dei mercati (denominata anche "sezionale" o "per soggetti" o "per mercati") che viene affidata ad un distinto organo per l'intero complesso delle attività. Seguendo la definizione formale del mercato finanziario, si individuano tre segmenti di mercato, a seconda della diversità dei prodotti: il mercato creditizio, quello assicurativo e quello mobiliare. A questa segmentazione corrispondono tre diverse autorità di supervisione, ciascuna a presidio di un diverso settore di mercato<sup>21</sup>..

---

<sup>21</sup> Nel nostro ordinamento si tratta di Banca d'Italia, Consob e Isvap. Il Testo unico Bancario e il Testo unico Finanziario hanno potenziato le funzioni di vigilanza della Banca di Italia. La Banca di Italia è competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari. In ambito bancario, alla stessa compete la vigilanza informativa, regolamentare ed ispettiva. Queste tre forme di controllo sono l'una funzionale all'altra: la vigilanza informativa è il presupposto essenziale per l'esplicazione delle altre due. La vigilanza regolamentare è invece multiforme: non si limita solamente all'emissione delle disposizioni di carattere generale, ma arriva sino all'intromissione diretta nell'ente creditizio, convocando l'assemblea e fissandone il relativo ordine del giorno, mettendo così in gioco l'autonomia dell'ente stesso. La vigilanza ispettiva consente di effettuare ispezioni e richiedere l'esibizione di documenti oltre che il compimento degli atti ritenuti necessari nei confronti dei soggetti abilitati. La Consob è competente ad assicurare la trasparenza nell'ambito dei servizi di investimento ed è l'autorità di riferimento per le società quotate, nonché per i mercati regolamentati e non solo. I suoi poteri di controllo sono orientati a garantire la sana e prudente gestione degli intermediari mobiliari, la protezione dei

## *La vigilanza*

Per le sue caratteristiche, la regolamentazione istituzionale facilita il concreto esercizio dei controlli, essendo svolti nei confronti del soggetto regolato in ogni suo aspetto e non solo per alcune attività dalla medesima autorità. Ogni intermediario ha quindi come controparte una sola Autorità di vigilanza. Il risultato è che non si creano duplicazioni nei controlli e i costi di regolamentazione possono risultare particolarmente ridotti. L'approccio istituzionale sembra essere particolarmente efficace in presenza di intermediari con oggetto esclusivo, ai quali è riservato l'esercizio di una sola delle tre macroattività di intermediazione finanziaria.

Tuttavia il modello istituzionale presenta una serie di svantaggi che si sono andati delineando a causa della crescente complessità dei mercati.

---

risparmiatori ed il corretto funzionamento dei mercati; deve in ogni caso astenersi dall'indirizzare l'attività imprenditoriale dei soggetti vigilati e non entra mai nel merito dell'iniziativa economica dei singoli. In ultimo, l'Isvap, che esercita funzioni di vigilanza nei confronti delle imprese di assicurazione e riassicurazione, dei conglomerati finanziari. L'Isvap provvede ad autorizzare le imprese all'esercizio dell'attività assicurativa/riassicurativa nei vari rami, nonché a svolgere tutte le attività connesse con il rilascio di tali autorizzazioni, verificando nel tempo la sussistenza delle previste condizioni di esercizio, nonché ad autorizzare le operazioni di fusione, scissione e trasferimento di portafoglio. Per l'esercizio delle proprie funzioni, l'Isvap ha anche la facoltà di richiedere ai soggetti vigilati la comunicazione, anche periodica, di dati e notizie, disporre nei loro confronti ispezioni e indagini specifiche.

## *La vigilanza*

In presenza di più soggetti abilitati a svolgere le stesse attività di intermediazione finanziaria – come, ad esempio, l'attività di negoziazione in borsa svolta sia dalle banche che da intermediari mobiliari – si giunge a distorsioni dell'attività di vigilanza dettate dall'applicazione di disposizioni differenti per operazioni della stessa natura, poste in essere da soggetti diversi. Questo approccio in un contesto di continua “despecializzazione” e in un mercato in cui le linee di demarcazione dei settori non sono così chiare, risulta essere sempre meno efficace. Esiste pertanto il rischio che si creino “dei sistemi paralleli di intermediari, resi tali dalla diversità delle rispettive Autorità di controllo – e conseguenti fenomeni di arbitraggio nella scelta della forma giuridica da parte degli intermediari in dipendenza delle diverse norme disciplinanti i diversi soggetti – e che l'assetto dei controlli divenga destabilizzante, anziché stabilizzante”<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> DI NOIA, C., - PIATTI, L., *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, in Quaderni di finanza CONSOB, Studi e Ricerche, n. 30, Settembre 1998, 15, i quali sostengono che i decisivi svantaggi dell'approccio istituzionale, o per soggetti, siano legati alla “mutisetorialità” e alla progressiva despecializzazione degli intermediari, a loro volta connessi alla crescente integrazione dei mercati e degli strumenti che spesso portano alla costituzione di grandi gruppi finanziari conglomerati. Dello stesso avviso, PADOA-SCHIOPPA, T., *Sistema finanziario e regolamentazione, intervento del Vice direttore Generale della Banca d'Italia, Conference in Financial Conglomerates, Commissione delle comunità Europee, Bruxelles, 14-15 marzo 1988*, in Bollettino Economico della Banca di Italia, Anno 1988 numero 11, 47, il

## *La vigilanza*

Un altro svantaggio dell'approccio istituzionale potrebbe discendere dal classico problema della "cattura" del soggetto regolatore da parte del soggetto regolato, in quanto la molteplicità delle Autorità di vigilanza, ognuna competente per soggetto o mercato, finisce poi per trasformarle, senza volerlo, in espressione degli stessi interessi particolari del settore regolato, alla stregua di organi corporativi del settore<sup>23</sup>.

Ultimo ma non meno rilevante svantaggio di tale modello consiste nella circostanza che se una sola Autorità vigila su una categoria di soggetti si trova nella condizione di dover perseguire obiettivi differenti che potrebbero risultare tra loro confliggenti.

---

quale, parlando di "vigilanza per soggetti", la definisce come una "impostazione fuorviante, non solo perché ormai non è più agevole stabilire in che cosa una banca differisca da altre istituzioni dotate di una delega a investire, ma – ciò che più importa – perché essa espone al pericolo di applicare disposizioni normative differenti per operazioni della stessa natura eseguite da istituzioni diverse". Ancora, GUALANDRI, E., *Il quadro normativo e di vigilanza sulle istituzioni creditizie*, in *La banca come impresa*, ONADO, M., ( a cura di), 51. L'autrice ben spiega come, nel corso degli anni ottanta, proprio l'attenuarsi, se non il venir meno delle linee di demarcazione tra i diversi comparti, la despecializzazione e l'ingresso degli intermediari in nuovi campi di attività - grazie alla riduzione delle attività cosiddette riservate - hanno reso per certi versi inefficace l'approccio istituzionale, "creando inoltre situazioni di vera e propria distorsione concorrenziale tra intermediari di diversa tipologia istituzionale che, regolamentati in modo differente, svolgevano lo stesso tipo di attività".

<sup>23</sup> VISENTINI, G., *Spunti di riflessione per il sistema finanziario italiano offerti dalla lettura dello studio di Corrigan*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1989, 299.

## *La vigilanza*

### *La vigilanza per finalità*

Questo approccio di sorveglianza postula che gli intermediari, ovvero i mercati, siano sottoposto ai controlli di più Autorità, ognuna competente con riferimento a ciascun obiettivo della regolamentazione. Ergo, ogni Autorità dovrebbe presidiare un diverso obiettivo, prescindendo sia dalla forma giuridica degli intermediari finanziari, sia dalle funzioni e dalle attività da esse svolte. Questo schema, quindi, prevedrebbe una Autorità che vigili sulle condizioni di stabilità del mercato e di ciascun intermediario, sia esso bancario, mobiliare o assicurativo; una Autorità per la trasparenza del mercato finanziario che controlla i comportamenti di banche, assicurazioni e intermediari mobiliari, così come una Autorità a tutela della concorrenza su tutto il mercato finanziario<sup>24</sup>. Il fondamentale vantaggio di questo schema risiede nel fatto che, in un contesto di mercati fortemente integrati, con la presenza di operatori polifunzionali e di gruppi conglomerati e multisettoriali, può risultare particolarmente efficace, senza richiedere una eccessiva proliferazione di organismi di controllo, pur a fronte di una tripartizione atta a ridurre drasticamente i problemi di “cattura”.

---

<sup>24</sup> Nell’ordinamento italiano, la vigilanza per finalità ha trovato applicazione, almeno nominalisticamente, nel TUF, in cui si prevede, con riferimento agli intermediari, che l’Autorità competente in materia di contenimento del rischio e stabilità patrimoniale sia la Banca di Italia, mentre la Consob è competente in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti.

## *La vigilanza*

Soprattutto è garantita una regolamentazione omogenea per i soggetti diversi che svolgono la medesima attività.

Rispetto al modello istituzionale, questo schema può produrre un certo grado di moltiplicazione nei controlli ovvero assenza dei medesimi. Infatti, l'assegnazione concreta di competenze rispetto agli obiettivi della regolamentazione non è necessariamente univoca e onnicomprensiva. Più in generale, lo schema della regolamentazione per finalità "fa sì che la normativa possa essere contenuta in più 'statuti' separati, ognuno emanato da differenti Autorità nazionali; possono pertanto aumentare i costi per i soggetti vigilati e per la collettività, in ragione dell'esistenza di più Autorità; gli intermediari, in tal caso, potrebbero essere tenuti a indirizzare a ciascuna Autorità diversi resoconti di vigilanza, spesso contenenti informazioni identiche o simili; in uno stesso momento, inoltre, l'intermediario potrebbe essere sottoposto ad accertamenti amministrativi – come ad esempio ispezioni – da parte delle diverse Autorità o a rispondere della legittimità di un proprio atto contemporaneamente nei confronti delle Autorità stesse, sia pure per motivi differenti"<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> Questa possibilità è messa in rilievo da DI NOIA, C., - PIATTI, L., *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, in Quaderni di finanza CONSOB, Studi e Ricerche, n. 30, Settembre 1998, 17. Dello stesso avviso GUALANDRI, E., *Il quadro normativo e di vigilanza sulle istituzioni creditizie*, in La banca come impresa, ONADO, M., (a cura di), 51 che sottolinea come lo schema della vigilanza per finalità (che l'autrice

## *La vigilanza*

Viceversa, potrebbero presentarsi carenze di controlli, ove non siano chiaramente identificabili le concrete aree di responsabilità delle diverse Autorità in casi specifici.

### *Vigilanza per attività*

Questo modello di regolamentazione – talvolta denominata vigilanza per funzioni, da non confondere con l’approccio funzionale della regolamentazione - presuppone che alle diverse attività di intermediazione esercitate dagli operatori corrispondano altrettante forme di supervisione. Ciascun tipo di servizio finanziario è quindi soggetto a controlli da parte di una determinata autorità, indipendentemente dall’operatore che lo offre<sup>26</sup>.

Il maggior pregio di questo approccio è quello di sottoporre a regole uniformi intermediari che, pur se diversi giuridicamente, svolgono la medesima attività di intermediazione finanziaria<sup>27</sup>.

---

chiamata “vigilanza per obiettivi” ndr) richiede, per essere funzionale, un efficiente e forte coordinamento tra i diversi organismi di vigilanza.

<sup>26</sup> In questo modo si esprime la Banca di Italia in “Intermediazione finanziaria non bancaria e gruppi bancari plurifunzionali” in temi di discussione, n. 113. Sempre la Banca di Italia rileva come la vigilanza per attività coincida storicamente con quella istituzionale, in quanto in un contesto di sistemi finanziari poco sviluppati, le attività da regolare corrispondono tipicamente ai tre tradizionali macrosettori (bancario, mobiliare e assicurativo).

<sup>27</sup> Si prendano ad esempio le attività di gestione di portafogli, raccolta di depositi, operazioni di prestito, raccolta di risparmio a fini assicurativi o previdenziali e così via, sono sottoposte ciascuna a norme omogenee stabilite dalle singole autorità, che

## *La vigilanza*

In tal modo si favoriscono anche economie di specializzazione in capo alle Autorità di vigilanza.

Questo approccio potrebbe, in linea generale, rappresentare un buon compromesso per la regolamentazione dei mercati finanziari integrati ed evoluti, pur non essendo esente da problemi. Si tratta infatti di un modello che prevede il sovrapporsi di più organi di controllo che si relazionano con lo stesso soggetto, con il rischio di un eccessivo frazionamento di competenze fra i regolatori e l'assenza di una visione unitaria nella supervisione di operatori polifunzionali. Peraltro anche in questo modello regolatorio potrebbe presentarsi il problema del possibile conflitto tra i diversi obiettivi della regolamentazione.

Un ulteriore inconveniente spesso evidenziato con riferimento alla vigilanza per finalità consiste nel fatto che ciò che può fallire non è l'attività, ma l'istituzione<sup>28</sup>. Quindi, nel contesto

---

vigilano sulle attività di loro esclusiva competenza, prescindendo dal soggetto che la svolge.

<sup>28</sup> PADOA-SCHIOPPA, T., *Sistema finanziario e regolamentazione, intervento del Vice direttore Generale della Banca d'Italia, Conference in Financial Conglomerates, Commissione delle comunità Europee, Bruxelles, 14-15 marzo 1988*, in Bollettino Economico della Banca di Italia, Anno 1988 numero 11, 47. L'autore sostiene che sia dubbio che questo tipo di impostazione costituisca una risposta efficace ai problemi dell'attuale contesto, che è caratterizzato, come si è visto, da mercati "altamente integrati e da rischi che vengono negoziati separatamente dalla transazione finanziaria che li genera. Il pericolo implicito di tale impostazione è di cogliere solo parte di una realtà complessa, senza raggiungere una necessaria visione

## *La vigilanza*

dell'approccio per attività, sarebbe necessario comunque prevedere un organismo che eserciti controlli sulla stabilità dei soggetti<sup>29</sup>.

### *La vigilanza funzionale*

Questo modello di regolamentazione rappresenta uno schema più teorico che pratico. È un meccanismo che considera “date” le funzioni economiche dei sistemi finanziari; a differenza delle altre prospettive sull'attività di vigilanza, tale sistema non postula che le istituzioni esistenti debbano necessariamente continuare ad esistere come tali sia a livello di struttura che di ruolo. Le “funzioni” sarebbero infatti più stabili delle stesse istituzioni che le esercitano; inoltre la concorrenza tra sistemi finanziari spingerebbe

---

di insieme in fin dei conti sono le istituzioni che falliscono, non le singole funzioni che esse svolgono”. Dello stesso avviso CAPARVI, R., *L'impresa bancaria, economie e tecniche di gestione*, Franco Angeli Editore, Milano, 154, il quale rileva come “questo sistema può comportare problemi in base ad alcune caratteristiche dei soggetti vigilati, come gli enti creditizi. Infatti, nell'attività bancaria tradizionale il controllo non può limitarsi alle singole operazioni svolte durante l'esercizio, ma deve estendersi all'intera attività aziendale. Per questo sarebbe comunque auspicabile la nascita di una autorità concentrata sulla valutazione della stabilità degli intermediari, destinata ad affiancare gli altri organi di vigilanza”.

<sup>29</sup> DI NOIA, C., - PIATTI, L., *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, in Quaderni di finanza CONSOB, Studi e Ricerche, n. 30, Settembre 1998, 18.

## La vigilanza

le esistenti istituzioni ad evolvere in una prospettiva dinamica verso forme più efficienti.

È stata anche posta in essere una catalogazione delle “funzioni”<sup>30</sup> per cercare di rendere possibile l’approccio funzionale, fermo restando che alcuni autori hanno rilevato che le sei macro aree

---

<sup>30</sup> MERTON, R., *Operation and regulation in financial intermediation: a functional prospective*, in AA.VV., “*The global financial system, a functional prospective*”, Harvard Business School press, Cambridge, 1992. L’autore identifica 6 classi di funzioni: “1) Fornire sistemi di compensazione e regolamento dei pagamenti; 2) Creare meccanismi che consentano la raccolta di risorse presso un gran numero di risparmiatori e realizzare *pooling* per finanziare grandi opere di investimento; 3) Effettuare trasferimenti intersettoriali, nel tempo come nello spazio, di risorse economiche e finanziarie; 4) Ridurre le variabili finanziarie di rischio e di incertezza, attraverso l’offerta di strumenti di copertura, diversificazione e assicurazione; 5) Diffondere informazioni sui prezzi dei prodotti finanziari al fine di incentivare il coordinamento delle scelte dei soggetti economici operanti nei vari settori dell’economia; 6) Ridurre i problemi di incentivo e i costi di agenzia derivanti dalla presenza di asimmetrie informative tra i partecipanti ai grossi contratti finanziari”. Probabilmente, una possibile e più concreta applicazione di un modello di vigilanza funzionale sarebbe ipotizzabile con una diversa classificazione, individuando, come destinatari del controllo: 1) banche (*depositories*); 2) fondi aperti e chiusi (*investment companies*); 3) fondi pensione (*origination firm*); 4) compagnie di riassicurazione (*market-makers*); 5) le borse (*cash*); 6) altri operatori finanziari (*clearing house*). Questa è la diversa classificazione proposta da OLDFIELD, G. S., - SANTOMERO, A. M., *The place of risk management in financial institution*, Wharton Financial Institution Center Working paper n.5.

## *La vigilanza*

individuare nella ripartizione delle funzioni non condurrebbero ad una analisi soddisfacente del sistema finanziario italiano.

Questo sistema di catalogazione presenta l'inconveniente di enucleare distinte funzioni che spesso sono attribuibili ad uno stesso intermediario.

### *La vigilanza accentrata*

Questo approccio prefigura l'accentramento delle competenze in un'unica Autorità di controllo, con una competenza su tutti i mercati e su tutti gli intermediari indipendentemente dalla loro natura (bancaria, mobiliare o assicurativa) ed indipendentemente dai diversi obiettivi di regolamentazione (stabilità, trasparenza, concorrenza).

Questo tipo di vigilanza ha caratterizzato i mercati finanziari nella loro fase embrionale, quando era presente solo la Banca Centrale, unico organismo che sovrintendeva tutte le attività di intermediazione.

È intuitivo comprendere come i vantaggi di questo approccio consistano nella riduzione dei costi fissi come le spese logistiche, gli oneri del personale amministrativo, i compensi degli organi al vertice della struttura, con una conseguente riduzione dei costi di vigilanza gravanti sui soggetti regolati e sulla collettività.

Risulta necessario però non trascurare il fenomeno della cattura, in quanto la presenza di un solo regolatore potrebbe da un

## *La vigilanza*

lato ridurre la probabilità, a fronte della elevata e onnicomprensiva legittimazione di cui godrebbe l'Autorità di vigilanza, ma dall'altro potrebbe rendere più immediati e diretti i rapporti collusivi essendoci un unico interlocutore a cui rivolgersi.

L'efficienza di un modello unico, accentrato, di vigilanza, dipende sensibilmente dall'organizzazione interna dell'Autorità: l'individuazione delle aree di competenza e specializzazione, la coordinazione tra i vari settori interni.

È altresì importante che la finanza sia localizzata – come avviene in Gran Bretagna - e ci sia una economia “piccola e aperta”<sup>31</sup>. L'accentramento non dovrebbe avvenire presso la banca centrale che, chiamata a compiti di politica monetaria, risulterebbe in conflitto di interesse con i compiti di supervisione.

Ultimo, ma non meno importante, la presenza di una sola Autorità potrebbe far acuire l'insorgere di problemi di coerenza tutte

---

<sup>31</sup>CIOCCA, P., *Vigilanza: una o più istituzioni?* in Banca, impresa e società, Il mulino, Bologna, 2001, 431, dove l'autore sottolinea come “le motivazioni più generali che possono indurre a concentrare le responsabilità in questo campo sono fondamentalmente due: 1) una visione d'insieme con economie di scala e quindi minori costi per gli stessi soggetti superveduti; 2) il mutamento dei confini, operativi e geografici, fra intermediari, mercati, strumenti della finanza. Queste motivazioni acquistano peso quanto più la finanza è localizzata – o la si vuole localizzare – in una “piazza” (Londra concentra circa 1/3 del personale bancario e finanziario) e quanto è più piccola e aperta – nell'assunto che la coordinazione internazionale della vigilanza sia più agevole fra pochi soggetti”.

## *La vigilanza*

quelle volte in cui l'Autorità si trovi a dover perseguire obiettivi di vigilanza tra loro confliggenti.

L'interesse nei confronti del modello accentrato, negli ultimi anni, è cresciuto essendo stato individuato come uno strumento in grado di rispondere alla crescente compenetrazione dei mercati finanziari<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> COPARVI, R., *L'impresa bancaria. Economie e tecniche di gestione*, Franco Angeli, Milano, 151, il quale afferma che all'interno del dibattito sulla ristrutturazione di un apparato di controllo, avvenuto all'interno dei diversi paesi europei, il modello accentrato è stato visto da molti come uno strumento in grado di rispondere all'evoluzione dei mercati. In particolare, è un modello che risulta adottato con successo in Gran Bretagna, Austria e Germania, mentre in alcuni casi si è preferito adottare una Autorità unica per il settore bancario e mobiliare e un'Autorità a parte per il settore assicurativo.

**4. SEGUE: L'EVOLUZIONE DEI MODELLI DEI VIGILANZA E GLI INDIRIZZI COMUNITARI**

Dall'analisi svolta, è intuitivo comprendere come non esista un modello di vigilanza migliore in assoluto rispetto agli altri. I diversi tipi di approccio sono più o meno funzionali a seconda delle caratteristiche del mercato in cui esplicano le loro funzioni. Alcuni rischi, come quello della cattura e del conflitto di interessi negli obiettivi da tutelare, possono corrersi con qualsiasi tipo di modello di vigilanza.

Secondo la teoria della cattura - come si è già avuto modo di rilevare - gli organismi di sorveglianza delle attività economiche perdono la loro neutralità, terzietà e oggettività, a favore di una visione più simile a quella dei controllati; in particolare, ci si riferisce a quei casi in cui gli operatori assoggettati a vigilanza siano banche, assicurazioni, gestori di fondi pensione ecc., che vengono sottoposti a controllo per il rilievo e la natura stessa delle attività da loro svolte<sup>33</sup>.

---

<sup>33</sup> La cattura è stata per la prima volta teorizzata da STIGLER, in *"The economic theory of regulation"*, nel 1971. La regolamentazione è interpretata la come frutto di interessi particolari che da essa risultano favoriti. Tale teoria parte dalla constatazione che i settori dov'è maggiormente presente la regolamentazione non sempre sono caratterizzati dai fallimenti del mercato: in tali circostanze la regolamentazione sembra volta a favorire alcune categorie di imprese, o lavoratori, a scapito di altre. Ove la teoria dell'interesse pubblico al suo stadio puro è carente nello spiegare i meccanismi politici che portano all'imposizione e all'attuazione di un

## *La vigilanza*

La teoria economica evidenzia che ciò può verificarsi per la non sufficiente autonoma capacità di giudizio degli Enti regolatori, che sarebbero indotti ad allineare le proprie analisi e valutazioni alle interpretazioni fornite dagli operatori.

La Cattura si verifica quando il regolatore si identifica con i regolamentati facendosi carico degli interessi di questi ultimi: in questo modo il vantaggio dell'interesse privato risulta prevalente rispetto al vantaggio dell'interesse pubblico.

In materia di vigilanza la Commissione Europea, con una comunicazione del 4 marzo 2009, ha prospettato una riforma complessiva del sistema finanziario, dapprima disegnando un quadro complessivo dell'attuale sistema bancario e finanziario, individuando le ragioni della crisi che lo hanno travolto e investito, e offrendo una serie di soluzioni concrete a livello di vigilanza, regolamentazioni e azioni di risanamento globale. La Commissione auspica un sistema di controlli che preveda un monitoraggio più incisivo e rigoroso da parte dell'Unione Europea, riservando comunque un ruolo essenziale alle competenti Autorità nazionali, nel rispetto dei principi di

---

meccanismo regolamentativo, la teoria della cattura, individuando i gruppi d'interesse che si avvantaggiano degli effetti redistributivi che ogni forma di r. inevitabilmente arreca, cerca di spiegarne le ragioni. D'altro canto, essa, nella sua forma pura, implica un sistema democratico assai peculiare dove *lobbies* particolari impongono direttamente i propri interessi. Invece una *lobby* riesce a ottenere leggi o interventi regolamentativi a essa favorevoli solo se questi possono essere presentati come soluzione di problemi generali.

## *La vigilanza*

sussidiarietà e proporzionalità sanciti nell'art. 5 del Trattato CE. L'Unione non ha inteso stravolgere il sistema attuale di vigilanza, ma modificarlo attribuendo nuovi compiti alla BCE.

Lo studio alla base delle proposte dell'Unione Europea in materia di vigilanza, opera una distinzione di fondo, tra vigilanza microprudenziale e vigilanza macroprudenziale. Con la prima intende rivolgersi ai sistemi di vigilanza interna, nazionale; con la seconda ai sistemi di vigilanza internazionale. La vigilanza interna ricopre ancora un ruolo di tutto rilievo ma, alla luce delle crisi dei mercati finanziari e bancari degli ultimi anni provocati anche dal fallimento degli stessi meccanismi di salvaguardia dei mercati, un approccio macroprudenziale risulta essere maggiormente efficace per evitare un rischio “di contagio”<sup>34</sup> all'interno del panorama globale.

---

<sup>34</sup> SABBATELLI, I., *La supervisione sulle banche, profili evolutivi*, Saggi e monografie di diritto dell'economia, Collana diretta da Francesco Capriglione, 224. L'autrice ripercorre tutta l'evoluzione dei processi che hanno portato l'Unione Europea a prospettare una riforma complessiva dell'ordinamento comunitario finanziario, anche per quanto attiene ai sistemi di vigilanza. Le prospettazioni della Commissione sono il frutto del lavoro di un gruppo europeo, il Gruppo de Larosiere, che prima ha disegnato il quadro complessivo della situazione comunitaria sia a livello bancario che finanziario, e poi – raccogliendo anche le raccomandazioni che si erano succedute negli anni, ha tentato di offrire una serie di possibili soluzioni concrete alla questione. Nel rapporto di lavoro del gruppo si chiarisce come tradizionalmente al centro dell'attenzione dei legislatori nazionali ci siano sempre stati i sistemi di vigilanza microprudenziali, e le stesse Autorità di controllo hanno sempre posto in essere attività di vigilanza microprudenziali, il cui obiettivo principale era sempre e solo la supervisione delle singole istituzioni finanziarie. Si

## *La vigilanza*

Ma la crisi finanziaria che ha interessato tutti i Paesi a livello mondiale dal 2008 ha messo in luce come la vigilanza macroprudenziale sia stata esercitata in maniera troppo debole sino a quegli anni.

Ed è per questo che l'Unione Europea, consapevole di un sistema preesistente troppo frammentato, ha disegnato il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS), istituito con il Regolamento n. 1092/2010.

Il CERS è un organismo indipendente, incaricato di salvaguardare la stabilità finanziaria esercitando la vigilanza macroprudenziale a livello europeo. Il CERS può effettuare segnalazioni e formulare raccomandazioni per l'adozione di misure correttive, comprese, ove opportuno, iniziative legislative. Tali raccomandazioni possono essere rivolte all'Unione Europea, ad uno o più Stati membri, ad una o più Autorità di vigilanza europee, oppure alle Autorità di vigilanza nazionali<sup>35</sup>.

---

pone invece in evidenza come, allo stato attuale, soprattutto dopo le crisi dei mercati bancari e finanziari globali, sia di tutta evidenza che il sistema finanziario sia un "tutto unico", dove il rischio si trasmette facilmente da un intermediario all'altro.

<sup>35</sup> Con precisione, si tratta delle seguenti funzioni: 1) definire e raccogliere le informazioni necessarie per il suo compito; 2) individuare i rischi sistemici e classificarli secondo un ordine di priorità; 3) emettere segnalazioni e, ove opportuno, renderle pubbliche; 4) raccomandare le misure da adottare dopo l'individuazione dei rischi. E' possibile leggere l'elencazione esaustiva dei compiti delle varie Autorità di vigilanza alla pagina:

## *La vigilanza*

Oltre alla vigilanza macroprudenziale, l'Unione Europea ha istituito un sistema di vigilanza microprudenziale, istituendo tre Autorità di sorveglianza delle attività finanziarie con lo scopo di fornire un sistema in linea con l'obiettivo di un mercato finanziario stabile e unico dell'Unione Europea per i servizi finanziari e di collegare le autorità nazionali di vigilanza in una robusta rete comunitaria. Queste tre Autorità di sorveglianza e vigilanza, sono: 1) l'Autorità bancaria europea (EBA); 2) l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (EIOPA); 3) l'Autorità europea per i valori mobiliari (ESA).

Appare evidente come l'armonizzazione di ordinamenti differenti implichi necessariamente un compromesso, che in quanto tale comporterà sacrifici rispetto ad alcuni obiettivi, a favore di altri. L'aver instaurato comunque un rapporto di collaborazione continuativo tra autorità di vigilanza rappresenta una tappa fondamentale, forse suscettibile di evolvere verso la creazione di un unico organismo di controllo.

## Vigilanza governativa

<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto Gennaro - Visentini</b>
<p>Le società ammesse alla quotazione in borsa sono sottoposte alla vigilanza governativa secondo le disposizioni di questo titolo.</p> <p>Le funzioni di vigilanza, ad eccezione di quelle demandate al ministro per il tesoro, sono esercitate dalla Banca d'Italia secondo le direttive del comitato interministeriale per il credito e il risparmio.</p> <p>L'organo di vigilanza provvede alla tenuta dell'albo e alla pubblicazione del bollettino delle società ammesse alla quotazione in borsa.</p>	<p>Le società per azioni e in accomandita per azioni sono sottoposte alla vigilanza governativa secondo le disposizioni di questo titolo.</p> <p>Le funzioni di vigilanza, tranne quelle demandate al Ministro per il Tesoro, sono esercitate dalla Banca d'Italia secondo le direttive del comitato interministeriale per il credito e il risparmio.</p> <p>L'organo di vigilanza provvede alla tenuta dell'albo e alla pubblicazione del bollettino delle società ammesse alla quotazione in borsa.</p>

## Poteri dell'organo di vigilanza

<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto De Gennaro – Visentini</b>
<p>L'organo di vigilanza la facoltà:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) di richiedere alla società la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, fissando il relativo termine;</li><li>b) di eseguire ispezioni nella sede della società, a mezzo di propri funzionari o di esperti iscritti nel ruolo dei revisori ufficiali dei conti, allo scopo di esaminare i libri, le scritture e i documenti e di assumere le notizie e i chiarimenti dagli amministratori, dai sindaci e dai dipendenti della società;</li><li>c) di stabilire le forme tecniche dei bilanci di prescrivere la relazione di bilanci consolidati di gruppo;</li><li>d) di richiedere alla società, almeno cinque giorni prima di quello fissato per l'assemblea, e ad integrazione delle relazioni sul bilancio delle altre relazioni degli amministratori e dei sindaci siano forniti dall'assemblea determinati chiarimenti e notizie;</li></ul>	<p>Nei confronti delle società ammesse alla quotazione in borsa all'organo di vigilanza, oltre i poteri specificamente indicati da altre norme e anche ai fini dell'esercizio di essi, ha facoltà:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) di richiedere alla società la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti, fissando il relativo termine;</li><li>b) di eseguire ispezioni nella sede della società, direttamente o incaricandone una società di revisione iscritta nell'albo speciale, allo scopo di esaminare i libri, le scritture e i documenti. Le spese dell'ispezione sono a carico della società;</li><li>c) di stabilire le forme tecniche di bilanci e di riscrivere la redazione di bilanci consolidati di gruppo;</li><li>d) di richiedere l'integrazione delle relazioni degli amministratori da pubblicare nel bollettino che ritenga insufficienti per l'informazione e i soci o nel mercato;</li><li>e) di pubblicare nel bollettino dati e notizie</li></ul>

<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto De Gennaro – Visentini</b>
<p>e) di riformulare mediante relazione scritta da inviare alla società cinque giorni prima di quello dell'adunanza ed a leggersi dal presidente in assemblea, osservazioni e rilievi sull'andamento della gestione, sul bilancio in linea generale sugli argomenti all'ordine del giorno;</p> <p>f) di richiedere l'integrazione delle relazioni degli amministratori previsti agli articoli 39,43 e 45 che ritenga insufficienti all'informazione dei soci e del mercato;</p> <p>g) di richiedere la convocazione dell'assemblea ai sensi dell'articolo 2367 del codice civile, anche ai fini della deliberazione dell'azione sociale di responsabilità contro gli amministratori, e di proporre l'azione stessa quando l'assemblea così convocata abbia deliberato di non esercitarla o non ne abbia deliberato l'esercizio;</p>	<p>ritenuti necessari per l'informazione del mercato;</p> <p>f) di impugnare le deliberazioni dell'assemblea ai sensi degli articoli 2377 e 2378 del codice civile e degli articoli 17, 21 quarto comma e 23 secondo comma della presente legge;</p> <p>g) di denunciare all'organo preposto al ruolo dei revisori ufficiali dei conti e agli ordini professionali, per i provvedimenti di loro competenza le gravi irregolarità riscontrate nell'adempimento dei doveri dei sindaci. i poteri indicati alle lettere a), b) e c) possono essere esercitati anche nei confronti delle società non ammesse alla quotazione in borsa e controllano società ammesse o ne sono controllate e nei confronti delle società che hanno chiesto di essere ammessi alla quotazione in borsa.</p>

<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto De Gennaro - Visentini</b>
<p>h) di denunciare al tribunale le gravi irregolarità riscontrate nell'adempimento dei doveri degli amministratori e dei sindaci, allegando i rapporti ispettivi e ogni altra documentazione.se il tribunale ritiene necessaria una ispezione giudiziale, le spese sono a carico della società;</p> <p>i) di impugnare le deliberazioni dell'assemblea ai sensi degli articoli 2377 e 2378 del codice civile e degli articoli 13, 18 e 20 della presente legge;</p> <p>j) di pubblicare nel bollettino delle società ammesse alla quotazione in borsa le relazioni presentate ai sensi della precedente lettera e) e le altre notizie ritenute necessarie per l'informazione del mercato;</p> <p>l'organo di vigilanza può esercitare i poteri indicati alle lettere a), b) e c) anche nei</p>	

<b>Progetto De Gregorio</b>	<b>Progetto De Gennaro - Visentini</b>
confronti delle società non ammesse alla quotazione in borsa che controllano società ammesse alla quotazione o ne sono controllate.	

**BIBLIOGRAFIA**

ALLEGRI, V., *Osservazioni sul privilegio della ripartizione degli utili riservato alle azioni di risparmio nel progetto della riforma delle società*, in *La riforma delle società di capitali in Italia. Studi e dibattiti*

ALLEGRI, V., *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori*, Giuffrè, Milano, 1979

ARRIGONI, A., *La responsabilità sociale degli amministratori, tra regole e principi*, in *Giurisprudenza Commerciale* 1990, II

ASCARELLI, T., *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *Problemi giuridici*, II, Milano, 1959

ASCARELLI, T., *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 1956

ASCARELLI, T., *Appunti di diritto commerciale*, Roma, 1933

ASSOCIAZIONE PREITE, *Il diritto delle società*, Il Mulino, Bologna, 2009

BALZARINI, P., *Le azioni senza diritto di voto*, Tomo II, Egea, Milano

BANFI, A., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Il Mulino, Bologna, 1990

BIONE, M., *Le azioni di risparmio, tra mito e realtà*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, Milano, 1975

BLANDINI, A., *Le azioni a voto limitato nella riforma*, in *Giurisprudenza Commerciale* 2004, Supplemento al n.2

## Bibliografia

- BLANDINI, A., *Riforma del risparmio e società quotate: voto segreto, voto di lista e dintorni*, in *Le società*, 2006, Ipsoa, Milano
- BLANDINI, A., *Conflitto di interessi ed interessi degli amministratori di società per azioni: prime riflessioni*, in *Rivista del diritto civile*, Utet, Torino, 2004
- BONFANTE, G., CORAPI, D., MARZIALE, G., RORDOF, R., SALAFIA, V., (a cura di) *Codice Commentato delle società*, Ipsoa, Milano, 2007
- BONELLI, F., *Gli amministratori di società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1985, 47
- BONELLI, F., *Gli amministratori di Spa dopo la riforma*, Giuffrè, Milano, 2004
- BORGIA CAVALLO, R., *Azioni o obbligazioni di società*, in *I grandi orientamenti della giurisprudenza civile e commerciale*, collana diretta da GALGANO, F., Cedam, Padova, 1988
- BORGIA CAVALLO, R., *Le azioni e le obbligazioni*, in *Le società*, Trattato diretto da GALGANO, F., Utet, Torino, 2002
- BORGIA CAVALLO, R., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, Giuffrè, Milano, 1978
- BORGIA CAVALLO, R., *Della società per azioni*, Tomo IV, delle obbligazioni, in *Commentario al codice civile*, Scialoja-Branca, (a cura di) GALGANO, F., Bologna Zanichelli, 2005
- BORGIOLI, A., *L'amministrazione delegata*, Nardini, Firenze, 1982
- BRANCHINI, F., *La gestione delegata nella società per azioni*, Giappichelli, Torino, 2008

## Bibliografia

BUONOCORE, V., *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381 commi III e IV c.c.*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006

BUONOCORE, V., *Le nuove forme di amministrazione nelle società di capitali non quotate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2003

CAGNASSO, O., *Il dovere di vigilanza degli amministratori e la "delega di fatto" tra norme "vecchie" e "nuove"*, in *Giur. It.*, 2004

CAGNASSO, O., *L'amministratore collegiale e la delega*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, 4, Torino, 1991

CALCATERRA, L., *Sindacato di legittimità e norme elastiche*, in *Giustizia Civile*, 2000

CAMPOBASSO, G., *Diritto delle società, Il volume*, Utet, Milano, 2009

CAMPOBASSO, G. F., *Diritto Commerciale*, Utet, Torino, 1988

CASELLI, A., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1980

CAVALLI, G., *I Sindaci*, in *Trattato delle società per azioni*, , Portale, Torino, 1988

CERULLI IRELLI, V., *Premesse problematiche allo studio delle "amministrazioni indipendenti"*, in *Mercati e amministrazioni indipendenti*, Quaderni diretti da Mario Bessone, BASSI, F., - MERUSI, F., (a cura di), Giuffrè, Milano, 1993

CESQUI, SM., *Poteri individuali dei sindaci di S.p.A.*, Sante Pubblicazione, Parma, 1983

## Bibliografia

CIOCCA, P., *Vigilanza: una o più istituzioni?* in Banca, impresa e società, Il Mulino, Bologna, 2001

CIVITELLI, M., *La riforma delle società di capitali e le azioni di risparmio*, in Giurisprudenza commerciale, Supplemento al numero 3 del 2004, Cedam, Milano

Circolare Assonime n. 179 del 1974

Circolare Assonime, n. 145 del 1975

COLOMBO, G.E., *La disciplina italiana della revisione*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, Giuffrè, Milano, 1972

COPARVI, R., *L'impresa bancaria. Economie e tecniche di gestione*, Franco Angeli, Milano

COTTINO, G., in *La riforma delle società commerciali*, S.T.E.M Mucchi, Modena, 1964

COTTINO, G., *Circolazione delle azioni e clausola di gradimento*, *Rivista delle società*, 1966

CORSI, F., *La nuova s.p.a: gli strumenti finanziari*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2004

D'ALESSANDRO, F., *Il diritto delle società dai battelli del Reno alle navi vichinghe*, in *Foro Italiano*, 1988

DALMARTELLO, A., *Azioni privilegiate e partecipazioni alle perdite*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1979

DE ACUTIS, M., SANTINI, R., *S.p.A., amministrazione e controllo, Le nuove regole dopo il d.lgs. 6/2003*, Egea, Milano, 2004

## Bibliografia

DE GENNARO, G., *La riforma della disciplina societaria e la tecnica legislativa*, in *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 1967

DE GREGORIO, A., *Corso di diritto commerciale: imprenditori e società*, Società editrice Dante Alighieri, 1956

DE GREGORIO, A., *Delle società e delle associazioni commerciali (art. 76 a 250 del codice del commercio)* in AA.VV., *Il codice di commercio commentato*, 4 Utet, Torino, 1938

DESARIO, M., *L'amministratore delegato nella riforma delle società*, in *Società*, 2004

DI MAJO, A., *Delle obbligazioni in generale (art. 1173-1176)* in Galgano, F., (a cura di), *Commentario al codice civile Scialoja-Branca*, Zanichelli, Bologna, 1988

DI MAJO, A., *Delle obbligazioni in generale (art. 1173-1176)* in Galgano, F., (a cura di), *Commentario al codice civile Scialoja-Branca*, Zanichelli, Bologna, 1988

DI NOIA, C., - PIATTI, L., *Regolamentazione e mercato finanziario: analisi e prospettive di riforma per il sistema italiano*, in *Quaderni di finanza CONSOB, Studi e Ricerche*, n. 30, Settembre 1998

DOMENICHINI G., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, Milano, 1993, numero 143

FANELLI, G., *La delega del potere amministrativo nella società per azioni*, Giuffrè, Milano

DOMENICHINI, G., *Il collegio sindacale nelle spa*, Giuffrè, Milano

FANELLI, G., *La delega del potere amministrativo nella società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1952

## Bibliografia

FERRARA F., JR., CORSI, F., *Gli amministratori e le società*, Giuffrè, Milano, 2009

FERRARINI, G., *Armonizzare il governo societario in Europa?* In *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 2004

FERRI, G., *Potere e responsabilità nell'evoluzione della società per azioni*, Giuffrè, Milano

FERRI, G., JR., *L'amministrazione delegata nella riforma*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2003

FERRI, JR., G., *Ripartizione delle funzioni gestorie e nuova disciplina della responsabilità degli amministratori nella S.p.A.*, in SCOGNAMIGLIO, G., (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, 2003

FERRO LUZZI, P., *Vecchi e nuovi orientamenti in tema di limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Rivista di Diritto Commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, Piccin, Padova, 1963

FOSCHINI, M., *Prospettive di riforma della società per azioni nel quadro della politica di piano, in Aspetti privatistici della programmazione economica*, Atti della Tavola rotonda tenuta a Macerata nei giorni 22-24 maggio 1970, Giuffrè, Milano, 1971

FRANZONI, M., *Buona fede ed equità tra le fonti di integrazione del contratto*, in *Contratto e Impresa*, 1999

FRÈ, G., *Società per azioni, Artt. 2325-2461*, in *Commentario Scialoja-Branca*, 1951

GAMBINO, A., *Azioni privilegiate e partecipazioni alle perdite*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1979

## Bibliografia

GAROFOLI, R., - FERRARI, G., *Manuale di diritto amministrativo*, Nel diritto editore, Roma, 2012

GRAZIANI, A., *Diritto delle Società*, Morano, Napoli, 1963, 366;  
FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 1971

GRECO, P., *Le società nel sistema legislativo italiano*, Giappichelli, Torino, 1959

GRECO, P., *Considerazioni generali sulla riforma delle società per azioni*, in Studi in memoria di Tullio Ascarelli, Milano, Giuffrè, 1969

GROSSO, P., *Categorie di azioni e assemblee speciali. Il diritto italiano nel contesto comunitario*, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Giuffrè, Milano, 1999

GUALANDRI, E., *Il quadro normativo e di vigilanza sulle istituzioni creditizie*, in La banca come impresa, ONADO, M., ( a cura di)

GUARNIERI, A., *Clausole generali*, in Dig. Disc. Priv. Sez. civ., II Utet, Torino, 1988

JANNUZZI, in *Relazione al convegno dell'ISLE sui "Problemi e prospettive della riforma delle società commerciali"*, in Atti, Milano, 1966, 65

MAFFEI ALIBERTI, A., *Commentario breve al diritto delle società*, commento all'art 2441, Padova, Cedam

IRRERA, M., *Assetti organizzativi adeguati e governo della società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005

MARCHETTI, P., *Corporate governance e disciplina societaria vigente*, in Rivista delle Società, Giuffrè, Milano, 1996

## Bibliografia

MARCHETTI, P., BIANCHI, L.A., in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza D.Lgs 24 febbraio 1998, n. 58*, Giuffrè, Milano, Tomo II

MARTORANO, F. *La riforma delle società*, di SANDULLI SANTORO (a cura di), *sub art. 2348*, Utet, Torino, 2003

MARULLI, M., *La delega gestoria tra regole di corporate governance e diritto societario riformato*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2005

MERTON, R., *Operation and regulation in financial intermediation: a functional prospective*, in AA.VV., *"The global financial system, a functional prospective"*, Harvard Business School press, cambridge, 1992

MESSINEO, F., *Due Disegni di legge in tema di società*, in *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 1956

MIGNOLI, A., *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contratto e Impresa*, 1986

MIGNOLI, A., *Il controllo pubblicistico sulle società per azioni, la Consob*, in *La riforma stralcio della società per azioni e la piccola riforma della borsa valori (legge 7 giugno del 1974 n. 216)* Atti del seminario promosso dalla Facoltà di Economia e commercio dell'università Cattolica del Sacro Cuore e dell'Associazione per lo sviluppo degli studi di Banca e Borsa, Milano 11-13 novembre 1974, Vita e Pensiero Editore, Pubblicazioni dell'Università Cattolica, Milano, 1975

MINERVINI, G., *La Consob, Lezioni di diritto del mercato finanziario*, Liguori Editore, Napoli, 1989

MINERVINI, G., *Gli amministratori delle società per azioni*, Milano, 1956

## Bibliografia

MORANDI, P., in *il Nuovo diritto delle società*, (a cura di) MAFFEI ALBERTI, A., Cedam, Padova, 2005

MORANDI, P., *Commento all'art. 2381 c.c.*, in MAFFEI ALBERTI, A., (a cura di), *Commentario breve al diritto delle società*, Cedam, Padova, 2005.

MOSCO, G. D., *Le regole di governance per le quotate, una risorsa o un peso*, in *Imprese e investitori, crescita, tutele e interessi*, Quaderni di giurisprudenza Commerciale, Giuffrè, Milano, 2008

MOSCO, G.D., *Gradimento e controllo nelle società per azioni*, *Rivista delle società*, 1981, Giuffrè, Milano.

MOSCO, G. D., *Commento all'art. 2381*, in NICOLINI, G., STAGNO D'ALCONTRES, A. (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, 2, Jovene, Napoli, 2004

MOSSA, P., *Limiti alla circolabilità delle azioni*, in *Nuova Rivista di Diritto Commerciale*, 1947-1948, I

MOSCO, G.D., VELLA, F., *L'autonomia delle banche tra nuovo diritto societario e regole di vigilanza. Un doppio binario per la "governance"?*, in AGE, 2004

NIGRO, M., *La pubblica amministrazione fra costituzione formale e costituzione materiale*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, Giuffrè, Milano, 1985

NOBILI, R., *Contributo allo studio del diritto di opzione nelle società per azioni*, Milano, 1958

## Bibliografia

NOBILI, R., - VITALE, M., *La riforma delle società per azioni, commentario alla Legge 7 Giugno 1974, n.216 e ai decreti delegati*, Giuffrè, Milano

NOTARI, M., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV, *Il nuovo ordinamento delle società*, Ipsoa, Milano, 2003

NUZZO, A., in *Riforma delle società in Italia: interventi e discussioni*, (a cura di) Panzironi V., Luiss University Press, Roma, 2004

OLDFIELD, G. S., - SANTOMERO, A. M., *The place of risk management in financial institution*, Wharton Financial Institution Center Working paper n.5.

OLIVIERI, G., *Amministratori "indipendenti" e di "minoranza" nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Analisi giuridica dell'economia*, Il Mulino, Bologna

PADOA-SCHIOPPA, T., *Sistema finanziario e regolamentazione, intervento del Vice direttore Generale della Banca d'Italia, Conference in Financial Conglomerates, Commissione delle comunità Europee, Bruxelles, 14-15 marzo 1988*, in *Bollettino Economico della Banca di Italia*, Anno 1988 numero 11

<sup>1</sup> POLI, S., *L'evoluzione della governance delle società chiuse*, Milano, Giuffrè, 2011

RIOLFO, G., *Il sistema monistico nelle società di capitali e cooperative*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, volume cinquatreesimo, Cedam, Padova

RODOTÀ, S., *Le fonti di integrazioni del contratto*, Giuffrè, Milano, 2004

## Bibliografia

ROLLI, R., - TAGLIALATELA, A., *La "legittimazione" costituzionale delle Autorità amministrative indipendenti*, pubblicato su [www.giustamm.it](http://www.giustamm.it) in data 26 febbraio 2010

ROSAPEPE, R., *L'esclusione del diritto di opzione degli azionisti*, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, 1988

ROSSI, A., *Commento all'Art. 2392 c.c.* in Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Volume I, Cedam, Padova, 2005

SABBATELLI, I., *La supervisione sulle banche, profili evolutivi*, Saggi e monografie di diritto dell'economia, Collana diretta da Francesco Capriglione

SALAFIA, V., *Gli organi delegati nell'amministrazione delle S.p.A.* in *Società*, 2004, Ipsoa, n. 11/2004.

SANTORO, V., *Dai progetti di riforma all'attuale Miniriforma della società per azioni*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, 1976, Giuffrè, Milano

SCARPA, D., in *La delega nella S.p.A.: principi e funzioni*, Giuffrè, Milano, 2010

SCARPA, D., *Asimmetrie informative interorganiche nelle società quotate*, in *Giurisprudenza Commerciale* 20009, III

SCOTTI CAMUZZI, S., *La Riforma delle Società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, Milano, 1966

SCHIUMA, L., *I poteri del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione*, in *Il nuovo diritto delle Società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa, P., e Portale G.B

## Bibliografia

SCOGNAMIGLIO, G., (a cura di), *Profili e problemi dell'amministrazione nella riforma delle società*, Milano, 2003

SCOTTI CAMUZZI, S., *I poteri di controllo degli amministratori "di minoranza" (membro del comitato esecutivo con "voto consultivo"?)*, in *Giur. comm.*, 1980

SIMONETTO, E., *Rapporto fra garanzia e obbligazioni emesse o in corso*, in *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 1961

STIGLER, in *"The economic theory of regulation"*, 1971

STIRPE, A., *La diligenza come criterio di responsabilità dell'obbligato: evoluzione storica della regola giuridica - Gli amministratori di società*, Working paper, dicembre 2008, consultabile su <http://www.archivioceradi.luiss.it>

TOFFOLETTO, F., -GHEZZI, G., *Sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, Università Bocconi, 9-6-2005, consultabile al sito <http://antitrustisti.net>

TONELLO, M., *Composizione degli organi sociali e tutela delle minoranze*, in *Le nuove regole del mercato finanziario*, Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, 2009 volume cinquantaduesimo, Cedam, Pavia

TRIOLA, C., *I limiti statuari alla circolazione delle azioni e la clausola di gradimento*, *Rivista del notariato*, 1974, Giuffrè, Milano

TEDESCHI, R., *Il collegio sindacale*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 1992

VALSECCHI E., a cura di, *Leggi e Documenti*, *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 1956

## Bibliografia

VASSALLI, F., *Commento all'art. 2392 c.c.*, nel Commentario a cura di Niccolini G. e Stagno d'Alcontres A., volume II, Napoli, 2004

VERNARECCI DI FOSSOMBRONE, *In tema di "Agrément" al trasferimento delle azioni nominative*, *Giusizia Civile*, 1954, I

VISENTINI, B., *Evoluzione e problemi della società per azioni e lineamenti generali della riforma*, *Relazione Replica al Convegno Internazionale di studio sulla riforma delle società per azioni*, Venezia, 6-7-8 Ottobre 1966, in *Rivista delle società*, Giuffrè, Milano, 1967

VISENTINI, B., *Le obbligazioni convertibili in azioni*, *Rassegna dell'Associazione Bancaria Italiana*, Roma, 1947

VISENTINI, B., *L'informazione societaria e gli azionisti. Atti del Convegno internazionale di studi*, (Venezia 5-6-7 Novembre 1981), Giuffrè, Milano, 1982

VISENTINI, B., *L'utopia della cogestione*, in *Rivista delle Società*, Giuffrè, Milano, 1977

VISENTINI, G., *Spunti di riflessione per il sistema finanziario italiano offerti dalla lettura dello studio di Corrigan*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1989

VISENTINI, G., *La società per azioni nella prospettiva di corporate governance*, Milano, Giuffrè, 1989

VISENTINI, G., *Inadempimento e mora del debitore (artt. 1218-1222)* in *Il codice civile. Commentario fondato e già diretto da SCHLESINGER, P.*, Giuffrè, Milano, 2006

VISENTINI, G., *Principi di diritto commerciale*, Padova, Cedam, 2006

## *Bibliografia*

WEIGMANN, R., *Responsabilità e potere legittimo degli amministratori*, Giappichelli, Torino, 1974

ZAMPERETTI, G.M., *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005

ZANARDO, A., *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Cedam, Milano, 2010,