

---

# Capitolo V

---

## LA CIRCOLAZIONE DELLE AZIONI

di F.G. Panté

**SOMMARIO:** 5.1 Introduzione. - 5.2 La circolazione delle partecipazioni sociali senza titoli. - 5.3 Circolazione delle azioni rappresentate da certificati cartacei. - 5.4 Il sistema di gestione accentrata.

.....

### ■ 5.1 Introduzione

Con l'art. 2355 c.c. il legislatore, senza introdurre novità rispetto al sistema vigente, ha cercato di riunire in una sola norma le regole relative alle diverse tecniche di circolazione delle partecipazioni sociali, disciplinando il caso delle azioni nominative, delle azioni al portatore, delle azioni immesse nel sistema di gestione accentrata e delle azioni non rappresentate dai certificati azionari.

Si assiste in buona parte alla riproduzione di disposizioni già presenti nel r.d. 29 marzo 1942, n. 239, e di alcune regole proprie del trasferimento dei titoli di credito nominativi e al portatore.

Non si è però giunti alla redazione di una norma onnicomprensiva; mancano infatti le regole di dettaglio, che trovano ancor oggi la collocazione nelle normative citate.

Il nuovo testo dell'art. 2355 c.c. fissa i principi e gli effetti delle diverse tecniche di circolazione, la cui procedura analitica deve pur sempre essere individuata altrove.

### ■ 5.2 La circolazione delle partecipazioni sociali senza titoli

L'art. 2355, c. 1, c.c. statuisce che in caso di *mancata emissione dei titoli azionari, il trasferimento delle azioni ha effetto nei confronti della società dal momento della iscrizione nel libro dei soci.*

Viene quindi espressamente chiarito che l'annotazione del trasferimento nel libro soci non riguarda gli effetti *inter partes* (che si producono già a seguito dell'accordo intercorso, *ex art. 1376 c.c.*), ma rappresenta una fase essenziale affinché il passaggio di titolarità delle partecipazioni sociali sia riconosciuto dalla società. *L'avente causa, sebbene già titolare delle azioni, solo in seguito all'annotazione del trasferimento nel libro soci sarà ammesso all'esercizio dei diritti sociali.*

La regola appena indicata ricalca quanto previsto nel primo comma del nuovo art. 2470 c.c. in tema di trasferimento delle quote di s.r.l.; l'analogia fra le due fattispecie (trasferimento di azioni in mancanza di emissione dei titoli e trasferimento di quote di s.r.l.) è evidente, ed è pertanto alla normativa da ultimo citata che potrà farsi riferimento per colmare la lacuna di disciplina esistente in materia di s.p.a. in ordine alla procedura per l'iscrizione del trasferimento nel libro soci.

Ne segue che, applicando in parte l'art. 2470, c. 2, c.c., l'iscrizione del trasferimento nel libro dei soci avrà luogo, su richiesta dell'alienante o dell'acquirente, verso esibizione del titolo da cui risulti il trasferimento.

Riteniamo invece che *non siano applicabili* in via analogica:

- a) la disposizione del secondo comma dell'art. 2470 c.c. che richiede la preventiva iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese quale passaggio necessario per poter ottenere l'iscrizione del trasferimento nel libro soci. Applicando per analogia detta norma si verrebbe a creare una disuguaglianza fra azioni non rappresentate da titoli cartacei, per le quali sarebbe necessaria l'iscrizione del loro trasferimento nel registro delle imprese prima dell'annotazione a libro soci, ed azioni fornite di certificati azionari per le quali tale aggiuntiva formalità non sarebbe necessaria;
- b) la nuova regola del terzo comma dell'art. 2470 c.c., ai sensi del quale se la quota di s.r.l. è alienata con successivi contratti a più persone, quella tra esse che per prima ha effettuato in buona fede l'iscrizione nel registro delle imprese è preferita alle altre, anche se il suo titolo è di data posteriore. L'efficacia dichiarativa

di tale iscrizione (che da oggi costituirà la regola per il trasferimento delle quote di s.r.l.) costituisce, a nostro avviso, una novità di tale importanza che se fosse stata voluta dal legislatore anche in materia di s.p.a., sarebbe certamente stata riprodotta o quantomeno richiamata dall'art. 2355 c.c.<sup>1</sup>.

*L'eventuale conflitto fra più acquirenti dal medesimo autore delle stesse partecipazioni azionarie (prive dei relativi titoli) sarà risolto in base alla priorità dell'acquisto, a prescindere dall'iscrizione nel registro delle imprese.*

### 5.3 Circolazione delle azioni rappresentate da certificati cartacei

Il secondo ed il terzo comma ed il primo periodo del quarto comma dell'art. 2355 c.c. disciplinano la *circolazione delle azioni nominative* da una parte e di quelle *al portatore* dall'altra.

Il primo comma dell'art. 2354 c.c. ribadisce che i titoli azionari possono essere nominativi o al portatore, a scelta del socio, se lo statuto o le leggi speciali non stabiliscono diversamente, fermo restando che finché le azioni non siano interamente liberate non possono essere emessi titoli al portatore (art. 2354, c. 2, c.c.).

Si deve però ribadire, che, anche dopo la Riforma, questa scelta per il socio rimane sulla carta, stante la nominatività obbligatoria dei

---

<sup>1</sup> A supporto di quanto da ultimo affermato, possiamo notare che, in una precedente bozza del testo della riforma, il primo comma dell'art. 2355 c.c. conteneva un richiamo espresso al primo comma dell'art. 2470 c.c., che a sua volta richiama il secondo comma.

Se tale fosse rimasto il testo della norma, sarebbe stato certamente più agevole sostenere l'impossibilità dell'applicazione analogica del terzo comma dell'art. 2470 c.c., e si sarebbe per lo più discusso sull'ampiezza dell'estensione del richiamo fatto dall'art. 2355 c.c., se riferito esclusivamente al primo comma dell'art. 2470 c.c. o anche al secondo comma (cui rinvia il comma precedente).

Nel testo definitivo dell'art. 2355 c.c. il richiamo al primo comma dell'art. 2470 c.c. è stato sostituito dalla riproduzione del suo contenuto, il che a nostro avviso, ha manifestato la volontà del legislatore di circoscrivere l'applicazione della norma prima solo richiamata esclusivamente al primo comma.

titoli azionari introdotta dal r.d.l. 25 ottobre 1941, n. 1148, tuttora in vigore.

Ne segue che le uniche due eccezioni alla nominatività obbligatoria restano:

- a) le *azioni di risparmio*, oggi disciplinate dagli artt. 145 - 147 del d.lgs. 58/98 (T.U.F.), emettibili esclusivamente dalle società italiane con azioni ordinarie quotate nei mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione Europea. Le azioni di risparmio, se interamente liberate, possono essere al portatore, escluse quelle appartenenti agli amministratori, ai sindaci ed ai direttori generali, che devono essere nominative;
- b) le *azioni emesse dalle società di investimento a capitale variabile*, regolate dall'art. 45, c. 4, del d.lgs. 58/98, le quali possono essere al portatore.

L'art. 2355, c. 2, c.c., conformemente alla disciplina dettata per i titoli di credito, dispone che *le azioni al portatore si trasferiscono con la consegna del titolo*.

Come sempre l'efficacia del trasferimento *inter partes* seguirà direttamente all'accordo, ma solo con la presentazione del certificato azionario l'avente causa sarà legittimato all'esercizio dei diritti sociali, ed è quindi indispensabile che a lui sia fatta la consegna del certificato stesso.

Per le *azioni nominative* il terzo ed il quarto comma della norma in questione ripresentano la nota alternativa fra *girata e transfert*.

Sappiamo che le azioni nominative recano l'annotazione del loro titolare sia sul certificato azionario sia sul libro soci (che costituisce il registro dell'emittente).

A seguito del trasferimento delle azioni da un soggetto ad un altro dovrà provvedersi all'aggiornamento di entrambe le annotazioni, salva la possibilità della società di rilasciare un nuovo titolo aggiornando esclusivamente il libro soci.

Il trasferimento più diffuso nella pratica, in quanto meno oneroso e complesso, è la *girata*, procedura attraverso la quale *la doppia annotazione è fatta in due momenti diversi e da soggetti distinti*.

In particolare *l'annotazione sul titolo è effettuata dall'alienante, mentre l'annotazione sul libro soci è effettuata successivamente dalla società*, su richiesta del socio o in occasione dell'esercizio dei diritti sociali.

Secondo quanto dispongono l'art. 2355, c. 3, c.c. e gli artt. 4 e 6 del r.d. 239/42, *la girata deve essere datata, contenere le generalità del giratario e la sua nazionalità, deve essere sottoscritta dal girante ed anche dal giratario se le azioni non sono interamente liberate.*

La girata deve essere *autenticata da un notaio* o da altro soggetto abilitato secondo quanto previsto da leggi speciali (da un agente di cambio, da un funzionario di banca, da una società di intermediazione mobiliare).

Con la girata, operata secondo le regole su esposte, il trasferimento del titolo è certamente efficace fra le parti e nei confronti dei terzi. Anche senza procedere all'annotazione sul libro soci, il giratario può a sua volta girare a terzi il titolo precedentemente acquisito.

A questo punto, se dovessimo applicare la normativa sui titoli nominativi, e precisamente l'art. 2021 c.c., saremmo costretti a concludere che per essere legittimato all'esercizio dei diritti sociali il giratario deve ottenere anche l'annotazione sul libro soci.

Per i titoli nominativi è infatti richiesta la doppia annotazione ai fini della legittimazione all'esercizio dei diritti in essi incorporati.

In questa direzione l'art. 2355, c. 3, c.c. attribuisce al giratario, che si dimostra possessore del titolo azionario in base ad una serie continua di girate, il diritto di ottenere l'annotazione del trasferimento nel libro soci.

Che l'efficacia dell'annotazione sul libro soci sia quella sopra indicata, comune a tutti i titoli nominativi, risulta però quanto meno dubbio.

La norma prosegue infatti precisando che, anche prima dell'annotazione nel libro soci, il giratario, che si dimostra possessore in base ad una serie continua di girate, è comunque legittimato ad esercitare i diritti sociali.

Non dovrebbero quindi sussistere dubbi sul fatto che l'*esercizio di tutti i diritti sociali incorporati nel titolo sia indipendente dall'annotazione nel libro soci* del trasferimento del titolo stesso, restando salvo l'obbligo della società, previsto dalle leggi speciali, di aggiornare il libro soci.

Vengono, in sostanza, ampliate le facoltà introdotte dall'art. 4 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745, ove si attribuiva al giratario il diritto al pagamento degli utili ed all'intervento in assemblea, anche a prescindere dall'annotazione nel libro soci.

Ai fini della riscossione degli utili era sufficiente che il giratario esibisse i titoli ed ai fini dell'intervento in assemblea era necessario il preventivo deposito dei titoli, nei cinque giorni antecedenti la riunione, presso la sede della società.

Se anche in dottrina si discuteva in ordine alla portata della norma da ultimo citata, contrastandosi tesi più restrittive<sup>2</sup> e tesi più permissive<sup>3</sup>, rimaneva il fatto che gli unici due diritti espressamente riconosciuti al giratario non iscritto nel libro soci erano il diritto di intervento e quello agli utili.

Il legislatore, con la formulazione adottata nel nuovo art. 2355 c.c., ha definitivamente risolto ogni dubbio nel senso di ammettere il socio giratario all'esercizio di ogni diritto incorporato nel titolo a lui girato, senza pretendere la preventiva annotazione sul libro soci<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> SPANO F.M., *La clausola di gradimento nella legge dell'imposta cedolare anche con riferimento al progetto di riforma della società per azioni*, in "Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.", 1965, pp. 1075 ss.; ANGELICI C., *Le azioni* in SCHLESINGER P., *Commentario al codice civile*, Milano, Giuffrè; STAGNO D'ALCONTRES A., *Il titolo di credito*, Torino, Giappichelli, 1999, p. 223; MARTORANO F., *I titoli di credito*, Milano, Giuffrè, 1994, p. 105 ss.

<sup>3</sup> FERRI G., *Le azioni sono ormai titoli all'ordine?*, in "Riv. Dir. Comm.", 1963, I, p. 57; ID., *La legge istitutiva della imposta cedolare di acconto ed i problemi che essa determina*, in "Riv. Dir. Comm.", 1965, I, p. 66; MARASÀ G., *Legittimazione dell'azionista ed iscrizione nel libro soci*, in "Riv. Dir. Civ.", 1975, II, pp. 57 ss.

<sup>4</sup> Vi è già chi autorevolmente ha ritenuto di ridimensionare la portata innovativa della nuova disposizione. GALGANO F., *Il nuovo diritto delle società di capitali*, p. 115, ritiene infatti che la legittimazione in base a semplice girata vale solo per il primo atto di esercizio dei diritti sociali da parte dell'acquirente delle azioni.

La disciplina assomiglia decisamente a quella dei titoli all'ordine, differenziandosene principalmente per la permanenza di un registro dell'emittente (libro soci) ove il trasferimento deve essere annotato, anche se eventualmente in data successiva all'esercizio del diritto.

Resta infatti fermo l'obbligo dell'annotazione, che potrà essere eseguita a richiesta del giratario in qualunque momento, o comunque a seguito dell'esercizio di un diritto sociale.

L'annotazione nel libro soci è un'operazione meramente materiale, che non lascia alcuna discrezionalità alla società, legittimata a controllare esclusivamente la regolarità formale delle girate<sup>5</sup>.

Ai sensi dell'art. 5 della legge 1746/62, cui probabilmente si riferisce la norma in esame quando rinvia a leggi speciali, l'annotazione nel libro soci deve essere fatta dalla società emittente nel termine di novanta giorni dalla data in cui il titolo è stato esibito o depositato.

Si noti che il nuovo art. 2370 c.c. legittima all'intervento in assemblea ogni azionista cui spetta il diritto di voto, lasciando che sia una scelta dello statuto quella di richiedere il preventivo deposito delle azioni presso la sede della società, o presso gli istituti di credito indicati nell'avviso di convocazione. Sarà sempre lo statuto a fissare il termine entro cui le azioni dovranno essere depositate, ed a prevedere eventualmente che non possano essere ritirate prima che l'assemblea abbia avuto luogo.

Nel terzo comma viene poi precisato che, se le azioni sono nominative, la società provvede all'iscrizione nel libro soci di coloro che hanno partecipato all'assemblea o che hanno effettuato il deposito.

La seconda tecnica di circolazione dei titoli nominativi è il *transfert*, disciplinato dall'art. 2022 c.c., norma richiamata dal quarto comma, primo periodo, dell'art. 2355 c.c.

---

<sup>5</sup> Il nuovo art. 2356 c.c. fa decorrere dall'annotazione nel libro soci i tre anni in cui il soggetto che abbia trasferito titoli non interamente liberati, risponde in solido con l'acquirente per l'ammontare dei versamenti ancora dovuti.

Questa forma di trasferimento prevede il *mutamento contestuale dell'intestazione sul titolo e nel libro soci, attuato sotto la responsabilità della società emittente le azioni*.

Il *transfert* può essere richiesto sia dall'alienante sia dall'acquirente.

Se è l'alienante a domandare l'intestazione del titolo a favore di un altro soggetto, o il rilascio di un nuovo titolo ad essa intestato, egli dovrà esibire il titolo e provare la propria identità e la propria capacità di disporre mediante la certificazione di un notaio o di un agente di cambio, oppure da una banca autorizzata (art. 11 r.d. 239/42).

Se l'intestazione o il rilascio è richiesto dall'acquirente, questi dovrà esibire il titolo e dimostrare il suo diritto mediante atto autentico (scrittura privata autenticata o atto pubblico).

Ai sensi dell'art. 9 del r.d. 239/42, la società emittente sarà tenuta ad eseguire la doppia annotazione nel termine di un mese dalla richiesta.

## ■ 5.4 Il sistema di gestione accentrata

L'art. 2354, c. 6, c.c. riconosce la vigenza della normativa speciale in materia di strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione nei mercati regolamentati (d.lgs. 213/98). Nel comma successivo viene poi rimessa allo statuto la facoltà di assoggettare le azioni alla disciplina prevista da tale normativa speciale.

Il quinto comma dell'art. 2355 c.c. prevede, inoltre, che nei casi previsti dai due commi appena citati il trasferimento delle azioni si opera mediante scritturazione sui conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari.

Questo appena richiamato è il sistema di **gestione accentrata** degli strumenti finanziari, introdotto per rendere più sicuro e semplice il trasferimento dei titoli, specie di quelli quotati nei mercati regolamentati. Si tratta di un *meccanismo di circolazione dei titoli svincolato dal trasferimento materiale dei documenti, basato su semplici registrazioni contabili, attraverso il quale è possibile evitare il pericolo di smarrimento e sottrazione dei titoli medesimi*.



Gli strumenti finanziari non dematerializzati vengono immessi nel sistema dal titolare degli stessi, attraverso un contratto di deposito di titoli in amministrazione stipulato con intermediari autorizzati dalla Consob (banche, imprese di investimento, società di gestione del risparmio, agenti di cambio etc.); in detto contratto l'intermediario viene autorizzato al sub deposito dei titoli presso una società di gestione accentrata (tuttora l'unico sistema operante è gestito dalla Monte Titoli s.p.a.) la quale ultima opera sotto il controllo della Consob e della Banca d'Italia.

L'intermediario gira i titoli nominativi a favore della società di gestione, la quale apre un unico conto titoli per ogni intermediario e lo suddivide in tanti sottoconti quante sono le specie dei titoli ricevuti.

A sua volta l'intermediario apre per ogni titolare un conto destinato a registrare gli strumenti finanziari di sua pertinenza, ed un sotto conto per ogni tipo di azioni affidate dal medesimo cliente.

In questo modo vengono ad esistenza due distinti rapporti di deposito tra loro collegati ed i rapporti tra i titolari depositanti e la società di gestione sub depositaria si attuano a mezzo degli intermediari, allo stesso tempo depositari e sub depositanti.

L'ordine di trasferimento dei titoli verrà ordinato dal titolare all'intermediario, il quale a sua volta ne farà richiesta alla società di gestione. Il mutamento nella titolarità delle partecipazioni azionarie avverrà senza che vi sia alcun movimento dei titoli, che sono e resteranno depositati presso la società di gestione. Si avrà esclusivamente una sequenza di registrazioni sui conti e sotto conti tenuti dall'intermediario e dalla società di gestione, con effetti assolutamente corrispondenti a quelli del *transfert* o della girata.

Si legge infatti nel quinto comma dell'art. 2355 c.c., che in caso di titoli nominativi "la scritturazione sul conto equivale alla girata". Il rinvio al terzo comma contenuto nel proseguo della disposizione, ribadisce, anche in tale ipotesi, l'obbligo della società emittente di aggiornare il libro soci nel termine di novanta giorni (art. 5, legge 1746/62). Ma anche in data anteriore all'annotazione, il nuovo tito-

---

lare degli strumenti finanziari, sulla base di una serie continua di scritturazioni, sarà “comunque legittimato all’esercizio dei diritti sociali”.

*L’esercizio dei diritti amministrativi viene consentito all’azionista in base ad una certificazione rilasciata, di volta in volta, dall’intermediario, mentre i diritti patrimoniali saranno esercitati direttamente dall’intermediario per conto del cliente.*

Ai sensi degli artt. 28 e ss. del d.lgs. 213/98, gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati, o anche diffusi in misura rilevante tra il pubblico (secondo criteri stabiliti con Regolamento Consob) non possono essere rappresentati da titoli.

Per le società con azioni dematerializzate l’accesso al sistema di gestione accentrata risulta semplificato, in quanto, in assenza di documenti cartacei, si evita la stipulazione dei due contratti, di deposito e di sub deposito.

Per le *nuove emissioni di azioni dematerializzate* la società emittente comunica alla società di gestione accentrata l’ammontare complessivo dell’emissione, il suo frazionamento e gli intermediari ai quali devono essere accreditate le azioni emesse. Questi ultimi provvedono a registrare in conti distinti per ogni titolare le azioni loro assegnate.

Il resto della procedura è assolutamente analogo a quanto sopra indicato.