

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra di Diritto Commerciale

Le obbligazioni, gli strumenti finanziari partecipativi e le loro differenze

Prof. Vincenzo Donativi

RELATORE

Matr. 239781 Camilla Palombieri

CANDIDATO

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

Introduzione	4
CAPITOLO I: PROFILI GENERALI DI “CORPORATE FINANCE” DELLE SOCIETA’ AZIONARIE E NOZIONI SUI PRINCIPALI STRUMENTI FINANZIARI A DISPOSIZIONE DELLE SOCIETA’ AZIONARIE	
1.1 Il finanziamento delle Spa e le principali tipologie di strumenti finanziari.....	7
1.2 La riforma del diritto societario del 2003: il cambiamento dell’assetto normativo in materia di finanziamento	22
CAPITOLO II: LE OBBLIGAZIONI: ANALISI DI ALCUNI PROFILI DELLA DISCIPLINA IN RELAZIONE ALLA CONTRAPPOSIZIONE CON GLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI	
2.1 Connotazioni tipologiche delle obbligazioni	29
2.2 Diritti degli obbligazionisti	34
2.3 Aspetti specifici della disciplina dell’emissione delle obbligazioni	43
CAPITOLO III: L’INTRODUZIONE DEGLI STRUMENTI FINANZIARI PARTECIPATIVI E LA LORO DISCIPLINA CON PARTICOLARE RIFERIMENTO ALLE DIFFERENZE CON GLI STRUMENTI FINANZIARI OBBLIGAZIONARI	
3.1 Inquadramento generale degli s.f.p.....	56
3.2 Diritti dei sottoscrittori di s.f.p. e differenze sostanziali di questi strumenti rispetto alle obbligazioni.....	65
3.3 Emissione degli s.f.p.: analisi e confronto con le obbligazioni	73
Conclusione	79
Bibliografia	84
Giurisprudenza.....	89

Introduzione

L'elaborato mira a esporre le differenze tra due strumenti finanziari principali a disposizione delle società: le obbligazioni e gli strumenti finanziari partecipativi. Il discorso è incentrato su un tipo specifico di società di capitali, le società per azioni. Tale tipo di società di capitali si caratterizza per il fatto che le partecipazioni dei soci sono rappresentate dalle c.d. azioni. Il tema viene affrontato, infatti, partendo dal discorso più generale riguardo il finanziamento delle società per azioni e le sue caratteristiche. Le modalità con cui una società azionaria risolve le proprie esigenze di provvista finanziaria vengono esaminate a fondo analizzando, in prima istanza, la macro differenza fondamentale tra capitale di rischio e capitale di debito. L'introduzione al discorso viene eseguita tramite una dettagliata descrizione delle caratteristiche delle azioni, dei diritti ad esse associati e dell'importanza della formazione del capitale sociale. Il tema si sviluppa, successivamente, con l'analisi del concetto di "adeguatezza degli assetti finanziari" e dell'importanza del ruolo degli amministratori per le sorti e per le scelte della società. In prosieguo, per caratterizzare di attualità il testo, si è evidenziato quanto sia importante per una società al giorno d'oggi finanziarsi in chiave "sostenibile" e avere a cuore i c.d. "temi caldi" della società al fine di risultare più accattivante agli occhi degli investitori. La pagina di attualità si è chiusa mettendo in luce la crisi economico-finanziaria generata dalla situazione pandemica e i numerosi casi di inadempimento e insolvenza dei doveri derivanti dai prestiti obbligazionari a cui si è assistito con l'avvento della pandemia.

Con il fine di arrivare al punto focale del ragionamento, e quindi alla differenza tra obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi, il filo del ragionamento continua con l'esposizione di quella modernizzazione che ha caratterizzato il diritto societario nei primi anni del nuovo secolo e che continua a caratterizzarlo ancora ora attraverso un processo di cambiamenti gradualmente e radicali allo stesso tempo. Il centro della medesima modernizzazione è rappresentato dalla riforma del diritto

societario del 2003. Per via della sua fondamentale rilevanza è risultato necessario parlare e approfondire il contenuto della medesima; in primo luogo perché a questa stessa dobbiamo la nascita degli strumenti finanziari partecipativi e in seconda istanza perché rappresenta l'elemento più importante per capire la "ratio" del processo di cambiamento del diritto societario, che poi è quella stessa ratio che ha fatto subentrare la necessità di introdurre nuovi strumenti finanziari ibridi, quali, appunto, gli strumenti finanziari partecipativi. Alla base dello scritto c'è, infatti, la volontà di sottolineare l'importanza dell'introduzione di questi strumenti e, in particolare, la novità di poter disporre di strumenti finanziari "a metà" tra il capitale di rischio rappresentato dalle azioni e il puro capitale di debito rappresentato dal prestito obbligazionario.

Successivamente, l'elaborato mira ad entrare nel vivo della discussione partendo dall'analisi dettagliata delle obbligazioni e arrivando alla medesima analisi per gli strumenti finanziari partecipativi con il fine di mettere in luce le differenze tra questi strumenti. La struttura dell'analisi è, più o meno, la medesima sia per la presentazione delle obbligazioni che per la presentazione degli strumenti finanziari partecipativi in modo tale da evidenziare le differenze e i punti di contatto in maniera ordinata e intuitiva, e non solo esplicativa. Le connotazioni tipologiche sono il punto di partenza dell'analisi, cominciando dall'esposizione della disciplina dei titoli di credito e approdando alla figura degli strumenti finanziari dematerializzati. Il punto di vera svolta per comprendere le differenze sostanziali tra gli strumenti si raggiunge grazie all'analisi dei diritti e dei doveri dei sottoscrittori degli uni e degli altri strumenti. Il quesito a cui ci si propone di rispondere è quello concernente gli elementi di distinzione nel ruolo e nella posizione che assume l'obbligazionista in contrapposizione con la posizione del titolare di s.f.p. L'elaborato presenta, inoltre, nell'esposizione di entrambe le fattispecie una digressione sul tema del fallimento della società emittente, sulle procedure concordatarie e sulla conseguente tutela dei diritti e degli interessi dei sottoscrittori di questi strumenti nelle circostanze citate.

In aggiunta, l'esposizione preliminare all'interno del primo capitolo riguardo la formazione del capitale sociale e la descrizione dell'azione quale mezzo significativo della partecipazione sociale si configura come altro mezzo rilevante ai fini del ragionamento. Le obbligazioni e gli strumenti finanziari partecipativi vengono analizzati anche in relazione alle differenze e alle somiglianze che questi stessi presentano rispetto alle azioni secondo diversi generi di considerazioni: considerazioni tipologiche, considerazioni riguardanti i diritti e la tutela degli interessi e persino considerazioni di natura contabile e fallimentare.

L'ultimo aspetto che viene analizzato per entrambe le fattispecie è il momento dell'emissione di tali strumenti finanziari. La differenza con cui la legge regola questo momento, da una parte predisponendo una ferrea disciplina e dall'altra parte lasciando enorme spazio alla volontà sociale, è estremamente esplicativa della diversa natura di questi due strumenti. Infine, è importante sottolineare che tutto il ragionamento è esposto con il fine di analizzare la questione con chiarezza, lasciando però sempre spazio all'apertura di pensiero piuttosto che alla chiusura. Il tema affrontato, infatti, necessita di essere affrontato in questa maniera per essere spiegato nella maniera corretta. La questione è per sua stessa natura talmente complesso e controverso che, riguardo molte questioni, la dottrina è divisa e le tesi contrastanti sono molte.

I. Profili generali di “corporate finance” delle società azionarie e nozioni sui principali strumenti finanziari a disposizione delle società azionarie

Sommario: 1. Il finanziamento delle S.p.a. e le principali tipologie di strumenti finanziari – 2. La riforma del diritto societario del 2003: il cambiamento dell’assetto normativo in materia di finanziamento

1. Il finanziamento delle S.p.a. e le principali tipologie di strumenti finanziari

Le società azionarie risolvono le loro esigenze di finanziamento tramite il ricorso a diversi tipi di strumenti finanziari. Questi strumenti finanziari fanno riferimento a forme di capitale differente. Si può parlare di capitale di rischio e cioè di quella porzione del capitale di una società o di un’impresa conferita a titolo di capitale proprio dai soci o dall’imprenditore unico, di capitale di credito quale porzione del capitale formata dai prestiti di terzi esterni alla compagine sociale ed, infine, è possibile parlare di forme ancora diverse di capitale che si stanno affermando sempre di più con il passare del tempo e che è possibile definire “miste” o “ibride” per il tipo di diritti a esso legati e per il fatto di posizionarsi “in mezzo” tra le forme di capitale appena descritte. La maggiore forma di capitale di rischio è l’azione. Le azioni rappresentano la partecipazione sociale come cita l’art 2346, 1 comma, c.c.¹. L’azione non solo è da considerarsi elemento necessario per l’ingresso nella compagine sociale ma anche come minimo statutario e quindi come requisito minimo della partecipazione sociale. Le azioni godono di alcuni caratteri specifici: l’uguaglianza di valore, l’indivisibilità e l’uguaglianza di diritti. Con riferimento alla prima caratteristica (sancita all’art 2348, comma 1,c.c) si può comprendere come questa rappresenti una conseguenza della natura in sé dell’azione quale frazione del capitale sociale e rappresentazione della partecipazione sociale, nonché

¹ Cfr. art 2346, comma 1°, c.c. “ *La partecipazione sociale e' rappresentata da azioni; salvo diversa disposizione di leggi speciali lo statuto puo' escludere l'emissione dei relativi titoli o prevedere l'utilizzazione di diverse tecniche di legittimazione e circolazione* ”

una specificazione della società per azioni rispetto alla società a responsabilità limitata: l'uguaglianza del valore fra le azioni è ciò che distingue queste stesse dalle quote nelle società a responsabilità limitata.² L'indivisibilità, a sua volta, è spiegata dalla natura di minimo statutario dell'azione e quindi dalla natura di requisito minimo ai fini dei diritti sociali. L'ultimo carattere, concernente l'uguaglianza dei diritti, (diritti di natura amministrativa, patrimoniale e amministrativo-patrimoniale) è assimilabile al principio comunitario di "parità di trattamento" dei soci azionisti³. Come scritto in precedenza le società per azioni dispongono di modalità diverse di provvista finanziaria e le azioni, quali strumenti finanziari sopra citati, sono finanziamento a capitale di rischio. Il rischio legato a questo strumento, e tutte le sue specificazioni, è ciò che differenzia le azioni dagli altri strumenti finanziari che analizzeremo nel corso dello sviluppo del ragionamento. Il rischio è dato dal fatto che il prestito non è legato al rimborso di quanto prestato, ma al risultato di gestione, o performance in senso più generico, raggiunto dalla società di cui sottoscrivo azioni e di cui, conseguentemente, decido di diventare socio. I soci, infatti, non hanno diritto al rimborso del capitale conferito tranne in casi specifici come, per esempio, nello scioglimento della società e alla fine del processo di liquidazione. Le azioni rientrano nell'ambito dei titoli di partecipazione "i quali attribuiscono al possessore una posizione nell'ambito di una determinata organizzazione sociale e lo abilitano all'esercizio dei diritti e dei poteri che a tale posizione sono inerenti a norma di legge e dell'atto costitutivo"⁴.

Quando si parla di titoli di partecipazione ci si ritrova specificatamente nell'ambito delle Società per azioni e delle società in accomandita per azioni, e si includono nella categoria considerata anche gli strumenti finanziari partecipativi e le obbligazioni come anche gli strumenti finanziari non partecipativi sottoposti alle norme di circolazione dei titoli di credito. Nonostante una struttura corrispondente per alcuni versi fra azioni e obbligazioni, le differenze di questi due strumenti sono

² La S.r.l è una società di capitali con un funzionamento estremamente diverso dalle S.p.a caratterizzata dalla presenza della quota quale presupposto della partecipazione azionaria.

³ Cfr. art. 85, dir. UE 14 giugno 2017, n. 1132

⁴ G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*¹⁵, Milano, 2016, p. 545

abissali. Le obbligazioni sono l'espressione tipica del capitale di credito e, pur mancando di una vera e propria definizione all'interno del codice civile, dispongono di una chiara disciplina agli artt. 2410 ss.⁵ e al livello generale sono "titoli di credito che rappresentano frazioni di uguale valore di un'unitaria operazione di finanziamento".⁶ La disciplina obbligazionaria, che analizzeremo nel dettaglio nel capitolo successivo, è generalmente dedicata a tutti gli strumenti emessi dalla società dedicati alla raccolta di provvista finanziaria che siano diversi dalle azioni. Nonostante le differenze fra gli strumenti finanziari è, quindi, possibile riscontrare una comunanza di disciplina. Quando si parla di estensione della disciplina delle obbligazioni anche agli altri strumenti finanziari, è importante fare riferimento all'art 2411, 3° comma, c.c. riguardo i diritti degli obbligazionisti, il quale applica le norme riferite alle obbligazioni anche alla sfera degli strumenti finanziari partecipativi⁷. Nonostante la disciplina comune, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi rappresentano forme di finanziamento molto diverse fra loro e nel corso del ragionamento saranno esaminate a fondo queste differenze. Le necessità di finanziamento di una società non sono sempre uguali e non sono sempre espressione delle stesse esigenze e le forme diverse di capitale, siano esse capitale di rischio o capitale di credito, sono destinate in molti casi ad un utilizzo differente. I conferimenti dei soci a titolo di capitale di rischio vanno a costituire il così detto "capitale sociale" di una società, ossia quel capitale indicato nell'atto costitutivo della società, diviso in parti di pari valore (le azioni) che vengono, a loro volta, assegnate ai soci in relazione all'ammontare del loro conferimento. Il capitale sociale rappresenta il punto cardine e centrale intorno al quale strutturare il finanziamento della società per azioni. La comprensione attenta e profonda delle modalità e delle tecniche di formazione del capitale sociale costituisce un vero e proprio "volano" per il miglioramento e per lo sviluppo della società.⁸

⁵ Cfr. art. 2410, c.c.

⁶ M. CONFORTINI e G. GUIDA, *Codice civile ragionato*, Nel Diritto Editore, Bari, 2020, p. 818.

⁷ Cfr. art 2411, 3° comma, c.c.: "*La disciplina della presente sezione si applica inoltre agli strumenti finanziari partecipativi, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società*"

⁸ Cfr. E. CIVERRA, *Il capitale sociale: nucleo essenziale della struttura patrimoniale e finanziaria della società. Le regole di formazione, in Il finanziamento delle società di capitali,*

Nell'ambito del discorso sulla diverse destinazioni che hanno le varie provviste finanziarie delle società è possibile specificare che “è del tutto naturale che i finanziamenti che l'impresa dovrà rimborsare per ultimi— che, nelle società, sono quelli consistenti nei conferimenti dei soci al capitale sociale — siano impiegati per essere investiti nelle immobilizzazioni, cioè nell'acquisizione di quei mezzi produttivi che, per numerosi esercizi, saranno utilizzati nella gestione dell'impresa e che, al momento della liquidazione (così com'erano o come ricostituiti nel corso del tempo), faranno ancora parte del patrimonio aziendale. Vale la pena di aggiungere che, in contrapposizione a questa nozione di capitale-immobilizzazioni (o capitale di funzionamento), si è poi affermata quella di capitale circolante, che corrisponde a quella parte dell'attivo che non è stabilmente investita nell'impresa ed è finanziata, in senso economico, dalle passività a breve scadenza. [...] Il capitale circolante deve essere riscosso, non rimborsato o ammortizzato, e pertanto non costituisce capitale in senso stretto.”⁹ In realtà, la divisione principale che possiamo fare nell'analizzare il capitale di una società è distinguerlo con i termini “capitale proprio” (e quindi i conferimenti dei soci) e “capitale di terzi” (cioè tutte le forme di indebitamento attraverso capitale fornito da soggetti esterni alla compagine sociale). L'identificazione del capitale sociale con il capitale proprio è solo parzialmente corretta, in quanto il capitale sociale risulta come proprio della società solo fino a quando questa è in vita, ma deve essere in seguito rimborsato ai soci in fase di scioglimento e liquidazione, o anche prima, nel caso di una situazione di deliberazione di riduzione del capitale sociale. “D'altro lato è intuitivo che i soci e i creditori stanno, rispetto alla società, in rapporti molto diversi. Infatti, i creditori possono far valere un diritto perfetto ed autonomo, mentre il diritto dei soci è condizionato e dipende da vicende societarie [...] Nel diritto delle società la distinzione tra capitale proprio o di terzi comporta, in ogni caso, notevoli conseguenze giuridiche. Dalla natura del capitale raccolto dalla società può

Milano, 2013, p. 1; Sul tema: Cfr. D. TOSINI, *Capitale sociale: una prospettiva critica*, in *Soc. lav.*, 2006

⁹ M.S. SPOLIDORO, *Significato primario della parola «capitale». Capitale-immobilizzazioni (o di funzionamento), di fondazione, di impianto, capitale (o attivo) circolante*, in *Capitale Sociale*, www.encicliadeldiritto.giuffrefrancislefebvre.it, 2000, IV, p. 197 s.

dipendere infatti l'applicazione di discipline speciali, per esempio quella della raccolta di risparmio tra il pubblico: al riguardo si esclude che possa rientrare nell'ambito della nozione di raccolta del risparmio, che rileva ai fini del testo unico delle leggi bancarie (d.lg. 1° settembre 1993, n. 385), la raccolta del capitale di rischio (cioè di capitale proprio), mentre vi rientra il capitale di credito (cioè il capitale di terzi).”¹⁰ In chiave finanziaria la distinzione di capitale proprio e capitale di terzi conduce alla distinzione tra conferimento e prestito. A primo impatto si potrebbe pensare che la distinzione tra questi due sia da ricercare nella natura del soggetto erogante, ma il discorso è nella realtà ben più complesso. “ [...] a prima vista potrebbe sembrare che la contrapposizione fra apporto di capitale e prestito (fra conferimento e prestito) dipenda dalla condizione di socio o di terzo di chi eroga il finanziamento alla società. Tuttavia, un finanziamento resta tale e quale, chiunque lo effettui, tanto è vero che anche i soci possono prestare denaro o comunque divenire creditori sociali, mentre nulla vieta che i creditori sociali, con l'osservanza delle forme previste dalla legge ed attraverso i prescritti procedimenti, convertano i loro prestiti in capitale. Ma la contrapposizione fra finanziamento a titolo di apporto e finanziamento a titolo di prestito si comprende bene, se si considera il complesso delle situazioni attive e dei diritti che il finanziatore riceve in cambio della prestazione effettuata alla società: si ha apporto o conferimento se, in cambio di esso, la società riconosce diritti sociali; si ha invece prestito se la società assume un obbligo di restituzione di quanto ricevuto, ed eventualmente di pagamento di interessi o altre utilità, ma comunque non riconosce diritti sociali. Dunque, la distinzione fra apporti di capitale (o conferimenti) e prestiti non va ricercata nella qualità del soggetto che eroga il finanziamento, ma nel titolo o nella causa del trasferimento alla società di mezzi finanziari o di strumenti produttivi o di altre disponibilità.”¹¹

¹⁰ *Ivi*, p.200

¹¹ *ibidem*

Avendo introdotto a livello generale cosa si intende per finanziamento delle Società per azioni e quali sono i principali strumenti finanziari e le macro differenze tra questi, è possibile analizzare l'adeguatezza dell'assetto finanziario di una S.p.a.

“Qui, nel più ristretto riquadro delle società di capitali, si proverà a verificare se la società disponga di una piena libertà nella scelta della dotazione finanziaria, oppure se esistano dei vincoli giuridici o, quanto meno, delle buone regole aziendalistiche che impongano alla società di stare sul mercato solo in presenza di una certa dote finanziaria.”¹² Prima di arrivare a parlare di questo aspetto specifico occorre fare una digressione preliminare sull'amministrazione e il controllo di una società per azioni. Gli amministratori di una società per azioni sono i soli gestori di questa stessa. Il sistema tradizionale, o anche ordinario, prevede che la gestione della società sia affidata al consiglio di amministrazione¹³ e il controllo al collegio sindacale. La riforma del diritto societario del 2003¹⁴ ha introdotto due nuovi sistemi di amministrazione: il sistema dualistico e monistico. Entrambi i sistemi portano alla scomparsa del collegio sindacale a favore del consiglio di sorveglianza nel primo caso e del comitato per il controllo sulla gestione nel secondo caso. Il consiglio di sorveglianza sostituisce il collegio sindacale per le funzioni di controllo e allo stesso tempo acquista competenze specifiche dell'assemblea degli amministratori. Il comitato per il controllo sulla gestione, invece, si qualifica direttamente come organo interno all'assemblea degli amministratori. Il preludio al cambiamento della riforma è insito nel fatto che la nuova struttura di questi due sistemi richiama una sorta di “centralità” nel concetto di amministrazione. Questa centralità è spiegata dal fatto che una corretta gestione non può sussistere se non

¹² M.FABIANI, *Dai finanziamenti alla adeguatezza dell'assetto finanziario della società*, in *Il Fallimento*, 2021, X, p. 1312

¹³ Il sistema tradizionale di amministrazione e controllo prevede che la gestione della società per azioni sia affidata al consiglio d'amministrazione o all'amministratore unico. Questo ultimo caso è specifico di situazioni che non sono oggetto di interesse per lo sviluppo del ragionamento in quanto si parla di un solo soggetto con il ruolo di amministratore e siccome in questo testo si parla di società di capitali la digressione sul fenomeno dell'amministratore unico non risulta particolarmente rilevante, ma è importante specificare l'esistenza anche di questo ultimo caso. Cfr. L. HEYDEN, *I sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, in *Società*, (a cura di) DONATIVI VINCENZO, Vicenza, 2019 p.590

¹⁴ Cfr. d.lgs. 17 gennaio 2003, n.6

integrata da altri fattori quali per esempio l'organizzazione. L'organizzazione è da intendersi come funzione gestoria di una società nel senso che senza un corretto controllo su questa stessa non ci può essere una corretta gestione. Da qui, veniamo al punto focale del ragionamento che è la recente modifica all'art 2380 bis c.c. tramite Decreto Legislativo che prevede “nel caso di S.p.a. che gli amministratori hanno il dovere di adottare un assetto organizzativo, amministrativo, e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa”.¹⁵ Gli assetti di una società sono anche quelli finanziari e quindi è importante capire se questo principio di adeguatezza si rifletta anche su questi stessi oppure no. Il termine “assetti” trova prima volta manifestazione con la riforma del diritto societario, per poi riassumere rilevanza in occasione della riforma del diritto fallimentare del 2019 nella quale è disciplinata la crisi dell'impresa insieme ad importanti norme sull'impresa e le società in generale.¹⁶ La disposizione normativa individua come assetti della società che si devono qualificare come adeguati quelli organizzativi, quelli amministrativi e quelli contabili. La disciplina non impone agli amministratori di assicurare l'adeguatezza anche degli assetti finanziari, ma l'attività di gestione è al tempo stesso complessiva tanto che “chi amministra deve avere sempre piena coscienza della quantità di risorse proprie e, di conseguenza, deve essere in grado di valutare l'adeguatezza sostanziale delle risorse proprie. Il rapporto fra mezzi propri e mezzi di terzi è lasciato, in teoria, alla decisione di chi amministra, ma in concreto tale rapporto deve essere sostenibile e per conoscerne la sostenibilità vi deve essere adeguatezza dell'assetto che si occupa della gestione finanziaria”.¹⁷ Il discorso precedente introduce un interrogativo in riferimento al dovere degli amministratori di garantire un adeguato assetto finanziario oppure no. Il finanziamento di una S.p.a. è sicuramente una questione fondamentale di natura gestoria e, conseguentemente, il quesito si basa sull'ipotesi che l'equilibrio finanziario possa essere considerato, al pari dell'equilibrio economico e patrimoniale, un dovere

¹⁵ D.DE FILIPPIS, *L'amministrazione*, in *Società*, (a cura di) DONATIVI VINCENZO, Vicenza, 2019, p.534

¹⁶ Cfr. d.lgs. 12 gennaio 2019, n.14

¹⁷ M. FABIANI, *Dai finanziamenti alla adeguatezza dell'assetto finanziario della società*, cit., p. 1318

dell'imprenditore. In riferimento al tema dell'equilibrio della struttura finanziaria delle società e dell'adeguatezza degli assetti finanziari di questa stessa, occorre parlare del rapporto fra capitale proprio e capitale di terzi fra i mezzi a disposizione della società e del fatto che questo necessiti di un particolare equilibrio. Una soluzione importante, al sorgere di uno squilibrio in questo rapporto, sono i finanziamenti anomali dei soci, "ossia i finanziamenti in qualsiasi forma concessi dai soci alla società a responsabilità limitata in un momento in cui risulti un eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto o in una situazione finanziaria nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento"¹⁸. Il rimborso di questi finanziamenti è sottoposto al fenomeno della così detta postergazione. La postergazione del finanziamento del socio significa che esso stesso viene rimborsato solo dopo il soddisfacimento dei creditori sociali, "se avvenuto nell'anno precedente alla dichiarazione di fallimento della società, determina il dovere del socio finanziatore di restituire le somme ricevute"¹⁹. Il quesito che viene alla luce a seguito di queste considerazioni riguarda il momento di vita della società in cui far valere la postergazione, ci si chiede se essa valga solo nei procedimenti concorsuali e in fase di liquidazione volontaria o, se debba ritenersi applicabile in generale nella vita della società. Questo interrogativo non trova una risposta netta nemmeno dopo il decreto legislativo sulla crisi d'impresa, ma a tal proposito la Corte di Cassazione nel 2019 avrebbe stabilito, in virtù con quanto previsto dalla normativa sui finanziamenti dei soci²⁰, che la postergazione operi durante la generale e ordinaria vita della società.²¹ Il codice della crisi ha radicalmente modificato l'assetto in materia di postergazione andando a modificare la precedente disposizione dell'ordinamento all'art 2467.²² La sostanza del

¹⁸ T. DI MARCELLO, *Effetti della liquidazione giudiziale sul rimborso dei finanziamenti dei soci*, in *Giur. Comm.*, 2021, I, p. 125

¹⁹ T. DI MARCELLO, *Effetti della liquidazione giudiziale sul rimborso dei finanziamenti dei soci*, cit., p.126

²⁰ Cfr. art 2467, c.c.

²¹ Cfr. Cass., 15 maggio 2019, n. 12994, in *Giur. Comm.* "opera già durante la vita della società [...], integrando una condizione di inesigibilità legale e temporanea del diritto del socio alla restituzione del finanziamento, sino a quando non sia superata la situazione prevista dalla norma"

²² Cfr. art 2467, comma 2°, c.c. "Ai fini del precedente comma s'intendono finanziamenti dei soci a favore della società quelli, in qualsiasi forma effettuati, che sono stati concessi in un momento in cui, anche in considerazione del tipo di attività esercitata dalla società, risulta un eccessivo

cambiamento si ha nel fatto che le disposizioni del Codice civile vengono limitate ai finanziamenti dei soci c.d. anomali, nei quali il rimborso è postergato al soddisfacimento dei creditori e la situazione in cui avviene il finanziamento è una situazione di eccessiva quantità di capitale di terzi rispetto al patrimonio netto. I finanziamenti dei soci che non rientrano nella tipologia “anomala” sono disciplinati dalla normativa sulla liquidazione giudiziale. Lo spostamento della disciplina dal Codice civile al Codice della crisi trova spiegazione nel concetto di “inefficacia” dei rimborsi, un’inefficacia che si sostanzia nella mancanza di effetti verso i creditori.²³ Lo squilibrio che porta alla nascita dei finanziamenti anomali dei soci è uno squilibrio nelle doti finanziarie di una società che può essere visto sotto diversi punti di vista, tra cui quello riguardante le decisioni prese dagli amministratori in relazione a questa questione con riferimento al difficile tema del rapporto fra poteri di gestione e poteri di rappresentanza degli amministratori.²⁴ “La disciplina della rappresentanza organica di s.p.a. evidenzia in modo paradigmatico la tensione fra l’interesse della società ad un impegno del proprio patrimonio coerente con le istruzioni impartite al rappresentante e l’interesse del mercato ad una contrattazione per lo più insensibile al regolamento interno fra gerente e gerito: ciò che, ridotto ai minimi termini, riflette la contrapposizione fra i due possibili piani di rilevanza della gestione del patrimonio comune, un piano — potrebbe dirsi — organizzativo ed un piano — potrebbe dirsi — circolatorio. La tensione fra i due interessi suddetti caratterizza invero ogni espressione dell’agire rappresentativo. Ma nel contesto delle formazioni collettive e specialmente delle società di capitali, che del mercato « costituiscono la cellula connettiva organica », quella tensione si accentua e acquista un rilievo di sistema: ponendosi segnatamente al centro di ogni

squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto oppure in una situazione finanziaria della società nella quale sarebbe stato ragionevole un conferimento”

²³ Cfr. art 164, comma 1°, c.c.i. “Sono privi di effetto rispetto ai creditori i pagamenti di crediti che scadono nel giorno della dichiarazione di apertura della liquidazione giudiziale o posteriormente, se sono stati eseguiti dal debitore dopo il deposito della domanda cui è seguita l’apertura della procedura concorsuale o nei due anni anteriori.”

²⁴ Cfr. art. 2384, comma 1° c.c. “Il potere di rappresentanza attribuito agli amministratori dallo statuto o dalla deliberazione di nomina è generale.”

intervento normativo l'esigenza di svincolare la contrattazione dal rischio di asimmetrie informative”²⁵

Le società per azioni possono essere distinte fra società aperte o chiuse a seconda del ricorso al mercato del capitale di rischio o meno.²⁶ Le società per azioni aperte sono le società quotate, o anche, le società con azioni diffuse tra il pubblico in maniera rilevante.²⁷ La chiarificazione di questa distinzione è molto importante per rendere il discorso sui profili generali del finanziamento di una S.p.a il più completo possibile. Per ricorso al mercato di capitale di rischio si intende esclusivamente il ricorso al mercato azionario e non anche al mercato degli strumenti finanziari partecipativi. Le società aperte, oltre ad essere sottoposte alla generale disciplina del Codice civile, sono anche sottoposte ad alcune leggi speciali contenute all'interno del Testo Unico della Finanza e nel suo regolamento di attuazione.²⁸ Le società per azioni aperte sono sottoposte ad obblighi di informazione e trasparenza, come l'obbligo di comunicazione delle partecipazioni rilevanti. Nello specifico sono state disciplinate le modalità di comunicazione di queste partecipazioni, prendendo in considerazione alcune fattispecie particolari.²⁹ L'importanza di questo principio trova spiegazione nel fatto che “il legislatore ha ritenuto di dover garantire comunque ai terzi potenzialmente interessati, sostanzialmente, al mercato, la possibilità di avere conoscenza di chi detiene partecipazioni oltre determinate soglie”³⁰ In aggiunta, per rendere il discorso il più completo possibile, è possibile parlare della nozione di società “emittente diffuso”. “ La figura degli emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante viene introdotta per la prima volta con il D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U.F.) quale *Tertium genus*

²⁵ L. DELLA TOMMASINA, *Dissociazione fra gestione e rappresentanza nelle società per azioni e diritti di terzi*, in *Riv. Soc.*, 2015, IV, p. 658

²⁶ Cfr. C. SOTTORIVA, *Società quotate*, in www.ilSocietario.it

²⁷ Cfr. art 2325-bis, comma 2°, c.c.: “*Ai fini dell'applicazione del presente titolo (1), sono società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante*”

²⁸ Cfr. “Regolamento Emittenti”, Delibera 14 maggio 1999, n. 11971

²⁹ Cfr. art 120, comma 2°, T.U.F.: “*Coloro che partecipano in un emittente azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine in misura superiore al tre per cento del capitale ne danno comunicazione alla società partecipata e alla CONSOB. Nel caso in cui l'emittente sia una PMI, tale soglia è pari al cinque per cento*”.

³⁰ F. TROVATO, *Le società quotate*, in *Società*, cit., p.1313

rispetto alle società quotate e non quotate: la versione originale dell'art. 116 T.U.F. estendeva infatti l'applicazione degli obblighi informativi e certificativi di cui agli artt. 115, 116 e 156 T.U.F. anche agli "emittenti strumenti finanziari che, ancorché non quotati in mercati regolamentati italiani, siano diffusi tra il pubblico in maniera rilevante. L'introduzione di tale norma sarebbe stata ispirata, da un lato, da esigenze di protezione dell'investitore nei confronti di quegli emittenti che, nonostante la diffusione del capitale di rischio presso il pubblico risparmio, non sarebbero in alcun modo soggetti a obblighi informativi di natura stabile e continuativa, e dall'altro lato dalla necessità di sviluppare la dimensione e l'efficienza dei mercati regolamentati attraverso una riduzione del dislivello disciplinare tra società quotate e società non quotate ma potenzialmente quotabili. [...] Ai sensi dell'art. 108 del Regolamento Emittenti, gli emittenti si considerano emittenti strumenti finanziari diffusi, ai fini dell'applicazione di tutti gli obblighi previsti dal T.U.F., dall'inizio dell'esercizio sociale successivo a quello nel corso del quale si sono verificate le condizioni previste dall'art. 2-bis del Regolamento Emittenti fino alla chiusura dell'esercizio sociale in cui sia stato accertato il venir meno di tali condizioni".³¹ Il ragionamento, anche in questo caso, segue l'evidente necessità di voler tutelare gli interessi del pubblico risparmio che, in questo specifico caso, sarebbe soggetto a rischi derivanti da una mancanza di corretta e completa informazione.

In conclusione, il processo di evidente modernizzazione dell'ordinamento in materia societaria, che vede come punto di riferimento di inizio l'anno 2003, con specifico riferimento al finanziamento non riguarda solo la nascita degli strumenti finanziari partecipativi quali strumenti di possibile emissione per una S.p.a in alternativa ai metodi di finanziamento tradizionali, ma introduce l'impegno verso una sempre maggiore attenzione nei confronti degli investitori e, più in generale, nei confronti dei terzi legati all'andamento delle società e in più concerne, anche, la sempre più assottigliata differenza tra i due strumenti finanziari tipici e tradizionali per eccellenza: azioni e obbligazioni. L'assottigliamento è

³¹ V. DI MASCIO, *Società di capitali ed emittente diffuso*, in *Giur. Italiana*, III, 2022, p. 678 s.; Art. 108, comma 1°, Regolamento Emittenti

prevalentemente visibile nel confine maggiormente “sfumato” tra azioni e obbligazioni nei loro diritti amministrativi. Alcune particolari tipologie di azioni a cui possiamo fare riferimento sono le categorie speciali di azioni tipiche in relazioni ai diritti amministrativi. Il diritto di voto è espressione per eccellenza dei diritti amministrativi e quando ci troviamo di fronte ad azioni con limitazione di voto, siano queste limitazioni qualitative o quantitative, ci rendiamo conto di essere in presenza di confini sempre più sfumati fra le varie tipologie di strumenti finanziari. Questi confini sfumati pongono anche problemi di ‘ambivalenza concettuale’ delle azioni sia in riferimento al loro valore che al loro prezzo. Questi problemi si presentano quando queste grandezze del valore e del prezzo si manifestano come non omogenee nel momento del concambio. Nel caso specifico delle azioni speciali completamente prive di diritto di voto, “con riferimento alla fattispecie paradigmatica delle azioni di risparmio si potrebbe sostenere infatti che tale forma di investimento sia più vicina al «debito», anziché esprimere una posizione in senso lato “proprietaria” dell’impresa, e che, pertanto, i doveri fiduciari degli amministratori, ivi incluso quello di negoziare un concambio congruo, sussistano solo verso i possessori di azioni ordinarie (o comunque di azioni provviste del diritto di voto in assemblea) in quanto titolari di un potere di influenza sulla formazione della volontà sociale.”³²

La sfera finanziaria delle società negli ultimi anni, oltre a modernizzarsi per le sue caratteristiche e per le caratteristiche degli strumenti finanziari, si sviluppa sempre di più in senso sostenibile aumentando l’impegno in relazione ai “temi caldi” ambientali e sociali dei nostri giorni. A questo proposito, è fondamentale parlare del recepimento della c.d. *shareholders rights directive II* che ha introdotto il tema riguardante l’impegno degli azionisti e investitori al fine di assicurare una stabilità di tipo sostenibile alla società con attenzione alle questioni sociali e ambientali.³³ “In questi termini si esprime il Considerando della SHRD II, ai sensi del quale «un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello

³² M. MAUGERI, *Rapporto di cambio e categorie di azioni*, in *Banca, Borsa, Tit. Cred.*, 2021, I, p.76

³³ Cfr. Direttiva UE, 17 maggio 2017, n. 828 *mod.* Direttiva 2007/36/CE

di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo [...]. In aggiunta, il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione».³⁴ L'area economico-finanziaria della funzione comunicazione delle società ha come fine ultimo la chiarezza e la trasparenza. La Consob, in qualità di società di gestione, supervisione, vigilanza e regolazione del mercato finanziario, deve assicurarsi che le informazioni riportate dalle società al pubblico siano corrette. In luce di questa trasparenza, non solo, le informazioni finanziarie, ma anche quelle non finanziarie e “sulla diversità” devono essere annoverate fra le priorità delle società di oggi. Il nostro ordinamento, già a partire dal 2016, aveva imposto una nuova disciplina che “impone a società quotate, banche e imprese di assicurazione di grandi dimensioni, l’obbligo di redigere e pubblicare una dichiarazione, di natura individuale o consolidata, che contiene una serie di informazioni relative ai temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva.”³⁵ Lo scopo della direttiva del 2017 era quello di creare un rapporto di maggiore trasparenza tra gli azionisti e gli investitori al fine di declinare la stabilità finanziaria della società anche in termini di sostenibilità. “ Da qui era nata l’esigenza di prevedere una disciplina comune nei Paesi dell’Unione europea che, secondo gli intendimenti del legislatore comunitario, avrebbe dovuto condurre ad un procedimento deliberativo rafforzato che, per un verso, impedisse alla parte correlata di poter trarre vantaggio dalla sua posizione e, per altro verso, tutelasse adeguatamente gli interessi della

³⁴F. RAFFAELE, M .MANNA, *Introduzione, Il recepimento in Italia della shareholders right II*, Padova, 2021, p. 2

³⁵ L. PIGOZZI, *La comunicazione economico-finanziaria*, in *Comunicazione integrata e Reputation Management*, (a cura di) GIANLUCA COMIN, Roma, 2019, p.125

società e dei suoi azionisti (quelli di minoranza in primis).”³⁶ Infine, è possibile affermare che l’attenzione ai temi sociali e ambientali e, quindi, la c.d. *corporate social responsibility* è una qualità imprescindibile delle società nel contesto mondiale odierno ai fini della stabilità economico-finanziaria alla luce del fatto che tanto gli azionisti, quanto in generale i finanziatori vedranno con maggiore positività una società che gode di una buona reputazione in questo senso, piuttosto che una società ancora molto indietro dal punto di vista dell’impegno sociale.

Ultima importante digressione sul generale tema del finanziamento delle società azionarie, è senza dubbio quello riguardante il comportamento adottato dalle imprese dopo e durante la crisi della pandemia globale e quali sono state le conseguenze sui principali strumenti finanziari a disposizione delle società. Secondo la tesi di Patrizia Riva, durante il lockdown molte imprese erano talmente “schiacciate” dalla situazione, al punto tale da essere quasi rassegnate e immobilizzate di fronte alla situazione. Attestare un piano aziendale in tempo di Covid-19 è stato talmente complesso da poter essere considerato addirittura talmente aleatorio da essere privo di utilità o “inadeguato”.³⁷ L’emergenza pandemica ha messo in risalto l’importanza del tema dell’adeguatezza degli assetti di cui si deve dotare la società, e nel momento esatto in cui ci si trovava a vivere i primi mesi del drammatico problema “ la crisi da Covid-19, veniva percepita come una discontinuità drammatica che, paradossalmente, metteva in luce in modo immediato, e quasi violento, come fosse indispensabile anche per le realtà minori dotarsi più che celermente di “assetti” – e quindi di strumenti – “contabili e di amministrazione”, nonché “organizzativi” o di governance “adeguati”. Diveniva chiaro che essi rappresentassero una condizione necessaria – ancorché forse non sufficiente – per la stessa sopravvivenza dell’impresa. La valenza e incisività delle indicazioni dell’art. 2086 c.c. riformato trovavano una importante conferma. In una situazione come quella creatasi di potenziale disorientamento e rassegnazione era

³⁶E. PUCCI, R. SANTARELLI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Il recepimento in Italia della shareholders right II*, cit., p. 37

³⁷ Cfr. P.RINALDI, *Piani attestati di risanamento, nuova via d’accesso alla liquidità*, Milano, 2020

indispensabile per l'imprenditore avere a disposizione tempestivamente – quantomeno – dati contabili consuntivi aggiornati, attendibili e completi ossia economici-finanziari-patrimoniali. Tutto quanto precede restava infatti una riflessione del tutto fine a sé stessa e teorica, se non è possibile, per chi doveva prendere decisioni, supportare con un set di dati i propri ragionamenti sulle possibilità di evoluzione della propria attività nel breve e nel medio/lungo periodo al fine di testarne la sostenibilità. Oltre alla disponibilità di dati consuntivi, diventava evidente la necessità di poter contare su competenze e strumenti amministrativi utili per costruire prospetti di dati previsionali. Comprendere, in primo luogo, il proprio fabbisogno finanziario in modo sufficientemente formalizzato e preciso, nonché tentare di capire come il medesimo potesse modificarsi, in funzione dell'evolversi della situazione e delle azioni intraprese a seconda dello scenario che andava prospettandosi.”³⁸ In riferimento alla crisi delle imprese generata dal covid, il netto aumento nel numero di fallimenti e di liquidazioni giudiziali e del rapporto che hanno queste due situazioni con la tutela dei terzi creditori, bisogna parlare delle c.d. “azioni recuperatorie”. “ Più in generale, si parla di “azioni recuperatorie” in tutti quei casi in cui i creditori trovano una soddisfazione dei propri interessi creditori a seguito dell'intervento del curatore fallimentare, il quale prende l'iniziativa nei confronti di terzi e ricostruisce il patrimonio dell'imprenditore liquidato. Questo può accadere solo qualora le azioni protettive del patrimonio non siano state attuate per tempo ovvero non siano state proprio poste in essere. Le azioni di recupero più tipiche sono le azioni revocatorie ordinarie e fallimentari, di inefficacia, di nullità o di simulazione di atti traslativi compiuti dal debitore, di impugnazione della rinuncia all'eredità, di responsabilità nei confronti di amministratori e sindaci: le medesime che i creditori possono assumere a tutela dei propri diritti secondo il Codice civile, salvo il caso della revocatoria fallimentare.”³⁹ La pandemia ha generato una crisi profonda dell'economia e delle imprese determinata dal suo carattere di evento straordinario

³⁸ P.RIVA, *Redigere e attestare un piano in tempo di Covid-19. Alcune proposte di rideclinazione dei principi*, Focus in www.ilFallimentarista.it, 2020

³⁹ G.CAGGIANO, *Le azioni di recupero nel post-pandemia: quale ruolo per la Guardia di Finanza?*, Focus www.ilFallimentarista.it, 2022

e imprevedibile e i veri effetti negativi sulle imprese si sono visti, solo, con il passare del tempo. La grande incertezza ha generato turbolenza nei mercati azionari, che, a livello globale, ha contribuito all'aumento della volatilità. Le ripercussioni verificatesi nei mercati azionari per colpa della pandemia hanno giocato lo stesso ruolo nei mercati obbligazionari. Tra i peggiori effetti della crisi pandemica c'è stato il fenomeno del 'blocco dei saldi', ossia quel fenomeno che si è sparsa in maniera preoccupante e che ha visto le imprese mancare o ritardare nel pagamento delle scadenze. Questo fenomeno, in relazione alle forme di indebitamento tramite obbligazioni, ha comportato l'insorgere di numerosi casi di inadempimento e "default".

2. La riforma del diritto societario del 2003: il cambiamento dell'assetto normativo in materia di finanziamento

La riforma del diritto societario del 2003 ha stravolto la connotazione di questo stesso intervenendo radicalmente sull'impostazione originaria del 1942. Moltissime fattispecie in materia di società non avevano subito variazioni sino al 2003 rispetto alla promulgazione del codice originario. Il D. Lgs 58/1998, ossia il T.U.F. , è stato un passo importante per capire le esigenze alla base di questa riforma. Il decreto ha regolamentato lo statuto delle società quotate con attenzione al principio di tutela delle minoranze e a specifiche caratteristiche del mercato mobiliare. A seguito dell'approvazione del d.lgs. 58 del 1998, c'erano le basi per l'emanazione del provvedimento per modificare anche il regime delle società che, nonostante il mancato accesso al mercato dei capitali, hanno un capitale diffuso tra il pubblico risparmio, tutto questo con il fine di predisporre modelli organizzativi differenziati a seconda della tipologia di società. L'esigenza di "modernizzare" il sistema è stata contestuale alla presenza sempre più forte dell'ordinamento comunitario che si faceva sempre più viva in quegli anni attraverso stravolgimenti importanti. A partire dall'anno 2002 erano state messe in circolazione le banconote della nuova valuta unica per l'Europa e l'Unione stava andando sempre di più verso valori comunitari e identitari forti. Questo processo è stata la risultanza di un percorso graduale che

dopo questi anni ha continuato a fare ancora tanta strada. Di questo percorso è importante citare il Trattato di Lisbona del 2007, diviso in TUE (Trattato sull'Unione Europea) e il TFUE (Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea).⁴⁰ Tra i vari concetti rinnovati da questo trattato quello di maggiore interesse per il ragionamento è sicuramente quello dell'affermazione di un mercato interno europeo, ossia di uno “spazio senza frontiere interne per la libera circolazione delle merci, delle persone, dei servizi e dei capitali secondo le disposizioni dei Trattati”.⁴¹ In un contesto che si delineava secondo questi nuovi valori e principi, la riforma del 2003 risponde ad esigenze molto chiare. Entrando nel merito della riforma, questa stessa ha modificato principalmente l'assetto delle società di capitali eliminando gli aspetti datati e, ormai superati, tipici dell'ordinamento tradizionale. Per le S.r.l i cambiamenti fondamentali sono stati l'introduzione della prestazione d'opera come attività delle società a responsabilità limitata e l'introduzione della voce “Debiti verso soci” fra le passività dello stato patrimoniale del bilancio d'esercizio. Le novità per le S.r.l hanno reso maggiormente completo il bilancio d'esercizio tramite l'integrazione di informazioni che hanno consentito una visione d'insieme della società più dettagliata e ad ampio raggio. Nel macrogruppo delle società di capitali la riforma del 2003 si rivolge prevalentemente alle S.p.a e, infatti, le novità su queste stesse sono molto più numerose e molto più dettagliate. Gli ambiti soggetti al cambiamento sono divisibili in alcune sottocategorie: la costituzione delle società per azioni, le fonti di finanziamento, l'ambito gestionale e di controllo e il recesso del socio.

In riferimento al primo ambito il capitale minimo per la costituzione è diventato di centoventi mila euro, salvo poi essere portato a 50 mila euro nel 2014 mediante la modifica all'art 2327 c.c.⁴². L'apparato gestionale e di controllo tradizionale è stato

⁴⁰ Il TUE si compone di 55 articoli e il TFUE si compone di 358 che spiegano nel dettaglio il funzionamento delle varie Istituzioni europee soffermandosi su quelle che sono le competenze di queste stesse.

⁴¹ C.DECARO, *Integrazione europea e diritto costituzionale*, in *Corso di diritto pubblico dell'economia* (a cura di), PELLEGRINI MIRELLA, Padova, 2016, p.48

⁴² Cfr. d.l. 24 giugno 2014, n.91

affiancato dall'introduzione di due nuovi modelli: il modello dualistico e il modello monistico. La disciplina sulla recessione del socio è stata modificata per aumentare la tutela dello stesso. L'ambito di applicabilità del recesso è aumentato al fine di tutelare il socio e i suoi diritti all'interno della società e con lo scopo di allinearsi a quel sistema più "moderno" di tutela dei diritti che si stava delineando nel contesto europeo. Infine, volendosi concentrare sulle fonti di finanziamento e sulle enormi modifiche che questa riforma ha portato in materia di capitale, debiti e finanziamento, è possibile dividere il discorso parlando dell'assetto che si aveva in precedenza alla riforma e dell'impostazione raggiunta post riforma.

Prima della riforma le uniche fattispecie disciplinate per la provvista finanziaria sul mercato dei capitali da parte delle S.p.a erano le azioni e le obbligazioni. Le due fattispecie, oltre a essere le uniche previste dalla normativa, erano distinte in maniera nitida. I diritti patrimoniali e amministrativi riconducibili ai due strumenti "incontravano limiti tali da non condurre mai ad uno snaturamento dei lineamenti caratteristici di fondo".⁴³ La stessa disciplina in materia di obbligazioni era alquanto contingentata e sottoposta a una certa cautela, come dimostra l'attribuzione della competenza all'assemblea straordinaria, la deliberazione sotto il controllo omologatorio del Tribunale e le restrizioni quantitative all'emissione. Il punto di contatto fra azioni e obbligazioni era rappresentato dalla natura stessa della società azionaria quale unica tipologia di società a cui era consentito il ricorso alle obbligazioni per la raccolta di capitale di credito e il ricorso all'emissione di azioni per il ricorso al capitale di rischio. Altro elemento determinante della riforma è stato l'introduzione dei patrimoni e dei finanziamenti destinati ad uno specifico affare che si differenziano per la natura stessa del capitale utilizzato. Questa novità ha consentito la creazione di patrimoni separati da quello della società e costituiti con il fine di perseguire un obiettivo preciso. Il finanziamento destinato ad uno specifico affare, specificatamente, è disciplinato dall'art 2447- decies c.c. e consente ai

⁴³ V.DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, cit., p.358

finanziatori di esercitare azione di rivalsa esclusivamente sul patrimonio separato non ammettendo alcuna azione da parte dei creditori sociali.⁴⁴

Entrando nel merito della struttura finanziaria delle società azionarie post riforma è possibile affermare che la nuova struttura normativa, non solo si è modernizzata, ma si è anche adattata alla “logica della c.d. concorrenza tra ordinamenti”⁴⁵. La novità maggiore è stata l’introduzione degli strumenti finanziari partecipativi, accanto alle azioni e alle obbligazioni, che nella distinzione fra diritti amministrativi e patrimoniali rientrano nella categoria dei titoli “ibridi”. Questi strumenti non sono sottoposti a limiti quantitativi e contenutistici di ordine tipologico. Il limite fra i due strumenti classici delle azioni e delle obbligazioni ha confini sempre meno nitidi e l’elemento di distinzione rimane prevalentemente nell’ambito patrimoniale dove resta saldo il punto secondo il quale non è legato alle azioni il diritto al rimborso del capitale prestato. La riforma, in realtà, ha introdotto tre diverse tipologie di strumenti finanziari per essere il più precisi possibile. Infatti, accanto agli strumenti finanziari partecipativi occorre specificare con terminologia tecnica anche “gli strumenti finanziari comunque denominati che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società” e “gli strumenti finanziari “di partecipazione all’affare”, già sopra citati. “Nell’ambito amministrativo, invece, è prevista l’emissione di nuove tipologie di azioni dove il diritto di voto è limitato a particolari argomenti, subordinato a diritti in particolari settori o addirittura assente. La rigidità nella disciplina riguardo l’emissione dei titoli obbligazionari è, anche essa, sfumata incentivando le società azionarie a fare un maggiore utilizzo del capitale di debito. L’esclusività delle società azionarie per il ricorso al capitale di credito è stata eliminata, consentendo anche alle società a responsabilità limitata di usufruire di questi strumenti ⁴⁶ “a condizione che i titoli

⁴⁴ Cfr. art 2447-bis, comma 1°, c.c. “ *La società può costituire uno o più patrimoni ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare*”

⁴⁵ V.DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, cit., p.359

⁴⁶ Cfr. art 2483, commi 1° e 2°, c.c.” *Se l'atto costitutivo lo prevede, la società può emettere titoli di debito. In tal caso l'atto costitutivo attribuisce la relativa competenza ai soci o agli amministratori determinando gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per la decisione.*

I titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva

siano sottoscritti da investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale e con la cautela rappresentata dal fatto che, in caso di successiva circolazione sul mercato c.d. “retail”, scatta automaticamente ex lege la garanzia della solvenza dell'emittente a carico del primo sottoscrittore e a favore dei successivi aventi causa non investitori professionali”⁴⁷. Con riferimento specifico alle società quotate, visto che la riforma ha introdotto la figura degli strumenti finanziari partecipativi e visto, quindi, che i diritti amministrativi sono stati riconosciuti anche ai titolari di questi ultimi, il T.U.F ha predisposto alcune disposizioni tra cui quelle sul voto plurimo e il voto maggiorato, quelle sul diritto di voto che prevedono la qualifica di azione a patto che sia attribuito il diritto di voto anche nel caso in cui fosse sospeso o condizionato ed, infine, quelle in riferimento alle partecipazioni rilevanti, inglobando anche i sottoscrittori degli strumenti finanziari nella disciplina delle partecipazioni rilevanti e quelle in riferimento agli strumenti finanziari partecipativi, prevedendo anche per questi ultimi la disciplina dell'obbligo di comunicazione.⁴⁸ “A seguito dell'entrata in vigore della riforma del diritto societario, la qualifica di emittenti azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, oltre a comportare l'applicabilità della disciplina del T.U.F., inizia ad acquistare rilevanza anche sul piano civilistico. All'interno dell'insieme generale della società per azioni viene infatti a collocarsi il sottoinsieme delle società che fanno ricorso al mercato di rischio, nel cui ambito possono distinguersi, da una parte, le società con azioni quotate in mercati regolamentati e, dall'altra, le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante”⁴⁹

circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima”

⁴⁷ V.DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, cit., p.360 s.

⁴⁸ Cfr. art 2351, comma 5°, c.c.: “ *Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano* ”

⁴⁹ V. DI MASCIO, *Società di capitali ed emittente diffuso*, cit. p. 679

La combinazione delle nuove introduzioni della riforma porta ad un assetto nuovo delle società a livello globale. Le novità sull'amministrazione si intersecano con le nuove possibilità di finanziamento. Il sistema di amministrazione e controllo adottato dalla società conduce a determinate tipologie di provvista finanziaria e viceversa.

Prima della riforma al di fuori del ricorso al mercato azionario e obbligazionario non restava che il ricorso al tradizionale sistema bancario. La ragione della nascita di altri strumenti finanziari è quindi legata all'idea di agevolare il reperimento delle risorse finanziarie non solo ai soci ma anche ai terzi estranei alla compagine sociale. Nel T.U.F era già comparso il termine di strumenti finanziari intesi come “prodotti finanziari destinati ad essere negoziati sui mercati regolamentati, tra i quali rientravano, in particolare, le azioni e le obbligazioni”.⁵⁰ La necessità di rendere più flessibile la struttura finanziaria delle società trova spiegazione nel termine stesso di “partecipazione” all'interno dell'espressione “strumenti finanziari partecipativi”. Il termine non è da intendersi come partecipazione al capitale sociale e quindi come porzione del capitale di rischio, ma al contrario deve essere inteso come un debito della società verso il sottoscrittore dello strumento finanziario partecipativo sia che la restituzione sia già prevista sia nel caso in cui essa dipenda dal risultato economico d'impresa. L'incentivazione al ricorso al capitale di debito, tramite una disciplina sulle obbligazioni meno limitata e più duttile e tramite la creazione di una tipologia completamente nuova di fonti di finanziamento, rende la struttura finanziaria delle società più flessibile e allo stesso tempo incrementa il concetto di tutela dei terzi creditori e, contestualmente, la responsabilità in capo alle società. La riforma del 2003, a questo proposito, ha stabilito che, nel momento in cui viene cancellata una società dal registro delle imprese con conseguente estinzione della società, in mancanza della fine del rapporto giuridico della società cancellata, i debiti della società continuino a sussistere e vengano trasferiti ai soci nei limiti previsti dalla legge.⁵¹ La riforma del diritto societario del 2003 è stato forse uno dei

⁵⁰ F.SIGNORELLI, *Strumenti finanziari partecipativi*, www.ilSocietario.it

⁵¹ Trib. Milano, 10 aprile 2017, n.4088, in www.dejure.it Redazione Giuffrè “in tema di cancellazione di una società dal registro delle imprese che qualora all'estinzione della società, di

momenti più decisivi per quanto riguarda i cambiamenti in materia di norme sulle società, ma è stato a sua volta seguito da altri importanti punti di svolta come la rubrica “Strumenti di finanziamento per le imprese” all’interno del Decreto Sviluppo del 2012 dove sono state introdotte importanti novità soprattutto in materia di obbligazioni.⁵² Gli effetti della riforma del 2003, infatti, sono da considerarsi tanto più importanti quanto più si guarda al processo graduale per arrivare alla riforma e al cambiamento e al processo a seguito della riforma, che si è caratterizzato per una sempre più dettagliata e corposa disciplina sulle società e sul loro funzionamento.⁵³ Il quadro di riferimento dieci anni dopo la riforma si presentava anche come una vera e propria “trasformazione eterogenea”. “La riforma societaria operata con il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, ha invece pacificamente ammesso la trasformazione eterogenea — cioè la trasformazione delle società di capitali in un certo numero di altri enti non societari (art. 2500-septies), da un lato, e la trasformazione di un altro numero di enti non societari in società di capitali (art. 2500-octies), dall’altro — modificando conseguentemente la rubrica della sezione I del capo X (olim capo VIII) del codice da “Della trasformazione delle società” in “Della trasformazione.”⁵⁴

persone o di capitali, conseguente alla cancellazione dal registro delle imprese, non corrisponda il venir meno di ogni rapporto giuridico facente capo alla società estinta, si determina un fenomeno di tipo successorio, in virtù del quale l’obbligazione della società non si estingue, perché si sacrificherebbe ingiustamente il diritto del creditore sociale, ma si trasferisce ai soci, i quali ne rispondono, nei limiti di quanto riscosso a seguito della liquidazione o illimitatamente, a seconda che, “pendente societate”, fossero limitatamente o illimitatamente responsabili per i debiti sociali”.

⁵² Cfr. d.l. 22 giugno 2012, n.83

⁵³ Cfr. AA.VV., *La riforma del diritto societario*, (a cura di) G. LO CASCIO, Milano, 2003; Cfr. G.VISENTINI, *Riflessioni sulla riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.*, 2018

⁵⁴ L. DE ANGELIS, *La trasformazione eterogenea delle società a dieci anni dalla riforma*, in *Giur. Comm.*, 2018, I, p. 474

II. Le obbligazioni: analisi di alcuni profili della disciplina in relazione alla contrapposizione con gli strumenti finanziari partecipativi

Sommario: 1. Connotazione tipologiche delle obbligazioni – 2. Diritti degli obbligazionisti – 3. Aspetti specifici della disciplina dell'emissione delle obbligazioni

1. Connotazioni tipologiche delle obbligazioni

Le obbligazioni sono la fattispecie tipica del capitale di debito a cui fa ricorso una società di capitali quando ha bisogno di finanziarsi. All'interno del Codice civile non è presente una vera e propria definizione dell'obbligazione, ma in generale è possibile definire le obbligazioni come strumenti finanziari che rientrano nella categoria dei titoli di credito. La mancanza di una chiara definizione legislativa ha determinato la necessità di definire le obbligazioni per via interpretativa e, in questo senso, il T.U.F, all'articolo 1, ha chiarificato il ruolo delle obbligazioni inserendole, più specificatamente, oltre che nella gamma degli strumenti finanziari, nella definizione di valori mobiliari⁵⁵.

Così come la riforma del diritto societario del 2003 si è sviluppata con l'esigenza di rendere più flessibile la struttura finanziaria delle società di capitali, al tempo stesso, le obbligazioni furono introdotte con il fine di facilitare la provvista finanziaria delle società consentendo il ricorso ad una fonte di finanziamento diversa dal credito bancario.

La causa tipica di prestito delle obbligazioni trova spiegazione “in una relazione negoziale sinallagmatica che viene ad instaurarsi tra la società emittente e l'obbligazionista, attraverso il rilascio e la sottoscrizione del titolo, normalmente (ma non necessariamente) a fronte della dazione alla società emittente di un

⁵⁵ Cfr. art 1, comma 1°-bis, T.U.F; Cfr. R.COSTI, *Il mercato mobiliare*, (a cura di) S.GILOTTA, Torino, 2020

determinato “capitale” a titolo di prestito”.⁵⁶ La causa di prestito è fondamentale per l’identificazione dell’obbligazione (che è, infatti, chiamata anche prestito obbligazionario).⁵⁷ Fra società emittente e primo sottoscrittore dell’obbligazione sussiste un rapporto sottostante definito quale rapporto fondamentale. Il rapporto cartolare, invece, è il diritto risultante dal titolo in sé, quale manifestazione tipica del prestito, per cui in esso non sussistono tutte le specificità tipiche del rapporto tra emittente e primo prenditore. L’obbligazione è un tipo di titolo di credito e, in quanto tale, rispecchia alcune caratteristiche ad essi associate. Manca nel codice civile una concreta definizione di “titolo di credito”, tuttavia, si rinviene la disciplina di alcuni specifici aspetti.⁵⁸

Attraverso il fenomeno della c.d. “incorporazione” del diritto all’interno del documento, si evince che il titolo di credito è quel documento che garantisce l’esercizio del diritto in esso contenuto e la circolazione del medesimo. “ La necessità e la sufficienza del documento per la realizzazione della prestazione sono condizioni indispensabili perché alla circolazione del documento, e per effetto di questa, consegua la circolazione del diritto alla prestazione”.⁵⁹ La destinazione dei titoli di credito è, quindi, la circolazione ed è orientamento diffuso che questa circolazione trova il suo fondamento nella volontà individuale del creatore del titolo di credito.⁶⁰ Nella creazione di un titolo di credito non è particolarmente rilevante la “titolarità”, quanto più la “legittimazione” di colui che ha diritto ad esercitare il diritto legato al documento. Nel caso del titolo di credito, tale legittimazione è legata intrinsecamente al documento e, “attraverso la connessione della legittimazione al documento si consente l’esercizio del diritto anche da parte del possessore che non sia titolare e si consente altresì la possibilità di attribuire ad altri la legittimazione, mediante trasferimento del documento (effetto positivo); mentre

⁵⁶ V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, cit. p.373

⁵⁷ Cfr. art 2414, n.6, c.c. “6) la data di rimborso del prestito e gli estremi dell’eventuale prospetto informativo”

⁵⁸ Cfr. art. 1992 e ss. c.c.

⁵⁹ G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*¹⁵, cit., p. 515

⁶⁰ Il quesito che è stato posto, e che trova più largo consenso nell’ipotesi che il fondamento della destinazione alla circolazione sia da ricercare nella volontà individuale, ha come seconda risposta l’idea che tale fondamento vada ricercato nella volontà sociale. Cfr. G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*¹⁵

si impedisce l'esercizio del diritto da parte del non possessore anche se titolare e si vuota di contenuto la trasmissione del diritto che questi faccia ad altri (effetto negativo)".⁶¹ Con riferimento alla normativa sulla circolazione dei titoli, i titoli obbligazionari si differenziano in titoli al portatore e titoli nominativi. Nei primi il "possesso" costituisce elemento sufficiente ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto.⁶² Nei secondi, essendo il possessore intestatario del documento e iscritto nel registro delle imprese, affinché avvenga l'impossessamento da parte di un nuovo possessore, è necessario il c.d. "transfert", ossia un'operazione a capo dell'emittente del titolo per l'iscrizione del nuovo possessore, non solo sul titolo, ma anche nel registro.⁶³ Circa la destinazione del titolo di credito alla circolazione, "il documento viene in considerazione come strumento o indice di circolazione, non anche nella sua materialità. La proprietà materiale del documento è pertanto del tutto irrilevante. Non ha rilievo ai fini della titolarità del diritto, in quanto rispetto ad essa il documento ha rilevanza soltanto come mezzo di rappresentazione dei fatti che l'hanno determinata".⁶⁴ Altro argomento rilevante è la "letteralità" e "autonomia" dei titoli di credito. Per letteralità si intende che il contenuto dell'obbligazione risultante dal titolo è sostanzialmente l'unico risultante dal titolo stesso e non rileva, a tal fine, il rapporto contrattuale. Per autonomia, invece, intendiamo "l'indipendenza" dell'obbligazione del titolo rispetto al destino del rapporto contrattuale. Le obbligazioni sono considerate titoli di credito a letteralità indiretta. Il contenuto e il regolamento del prestito risultano, spesso, troppo corposi e complessi per essere interamente trascritti nel titolo. La legge prevede, però, che alcune informazioni debbano essere necessariamente trascritte individuando, fra queste, la data di deliberazione dell'emissione e la data di iscrizione della medesima all'interno del registro delle imprese.⁶⁵ L'impegno assunto dal creatore per

⁶¹ G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*¹⁵, cit., p. 520

⁶² Cfr. art. 2003, comma 1°, c.c. " *Il trasferimento del titolo al portatore si opera con la consegna del titolo.* "

⁶³ Cfr. art. 2022, commi 1°, 2°, c.c. " *Il trasferimento del titolo nominativo si opera mediante l'annotazione del nome dell'acquirente sul titolo e nel registro dell'emittente o col rilascio di un nuovo titolo intestato al nuovo titolare. Del rilascio deve essere fatta annotazione nel registro.* "

⁶⁴ G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*¹⁵, cit., p. 522

⁶⁵ Cfr. art. 2414, n.3, c.c. " *I titoli obbligazionari devono indicare: [...] 3) la data della deliberazione di emissione e della sua iscrizione nel registro* "

l'adempimento della prestazione si manifesta come "dichiarazione cartolare", la quale necessita di requisiti fondamentali per essere considerata valida: la volontà, la capacità e la riferibilità. La dichiarazione cartolare può enunciare una causa oppure non enunciarla e, in base a questa caratteristica, si determina la sua natura di titolo di credito causale o di titolo di credito astratto. L'enunciazione della causa "non ha altro effetto che quello di assoggettare il diritto menzionato nel titolo alla disciplina propria del negozio del quale la causa si enuncia. Mentre cioè nei titoli di credito astratti l'obbligazione del creatore è neutra, nei titoli di credito causali l'obbligazione del creatore è titolata, e cioè soggetta alla disciplina giuridica propria del tipo negoziale al quale si ricollega".⁶⁶ La causa, quindi, non ha effetti nei confronti del terzo possessore, il quale mantiene comunque una posizione autonoma, tranne nel caso dei titoli azionari e, più in generale, dei titoli di partecipazione, nei quali manca questa autonomia. Le obbligazioni si qualificano come titoli astratti o, in ogni caso, a "casualità attenuata". La "modernizzazione" che ha assistito il diritto societario negli ultimi anni, è visibile anche nella disciplina dei titoli di credito, specificatamente nella distinzione fra "titoli individuali" e "titoli di massa" i quali si differenziano per una diversa funzione economica. La distinzione fra rapporto cartolare e fondamentale diviene sempre più importante nei titoli di massa e il rapporto fondamentale assume un rilievo maggiore, in quanto in questi tipi di titoli non conta più il solo rapporto individuale, ma anche il negozio collettivo che si pone alla base del titolo. Le obbligazioni sono titoli di massa emessi in serie e standardizzati, " da ciò la qualificazione delle obbligazioni come "strumenti finanziari", nella misura in cui con tale espressione si intende designare appunto una tecnica di raccolta di finanziamenti incentrata sulla scomposizione di un investimento collettivo ad unità di misura eguali e costanti".⁶⁷ Nel processo di modernizzazione, più volte menzionato, oltre ad introdurre il fenomeno dei titoli di massa è importante inserire la figura degli strumenti finanziari o prodotti finanziari dematerializzati (ossia privi di un relativo documento rappresentativo) che, pur comportando una circolazione di diritti e una legittimazione all'esercizio

⁶⁶ G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*¹⁵, cit., p. 527

⁶⁷ V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, cit. p. 374

dei medesimi, si distinguono dal genere dei titoli di credito di massa. Le obbligazioni possono essere strumenti finanziari cartolarizzati o dematerializzati e la legge prevede, come casi di dematerializzazione obbligatoria, i valori mobiliari negoziati sui mercati finanziari regolamentati, i titoli di Stato e alcuni tipi di strumenti finanziari individuati dalla Consob in lavoro comune con la Banca d'Italia. Nonostante le evidenti differenze tra titoli cartolarizzati e strumenti dematerializzati, la normativa, per alcuni versi, si dimostra simmetrica per le due fattispecie.⁶⁸ La standardizzazione del prestito obbligazionario rende le obbligazioni come frazioni di uguale valore a contenuto omogeneo. Questa caratteristica, specifica della fattispecie obbligazionaria, distingue questa tipica tipologia di forma di finanziamento a titolo di indebitamento, ancora per un altro aspetto: sono titoli di massa standardizzati e di gruppo organizzato. La qualifica dell'organizzazione si ha per la presenza di una vera e propria assemblea degli obbligazionisti dotata anche di un rappresentante comune. L'assemblea ha il diritto di deliberare su vari argomenti tra loro diversi, di cui i più significativi e rilevanti, sono quelli di natura sostanziale.⁶⁹ Il quorum di regola generale per la deliberazione è lo stesso dell'assemblea straordinaria dei soci, tranne che nel caso di delibera per il cambiamento delle condizioni del prestito, dove serve il voto favorevole di almeno la metà delle obbligazioni emesse e non estinte, rappresentate dai singoli obbligazionisti. L'assemblea degli obbligazionisti ha il ruolo di nominare il rappresentante comune che ha compiti distinti, tra cui, il principale, è il potere - dovere di tutelare gli interessi degli obbligazionisti nei confronti dei soci.

⁶⁸ Cfr. art 1993, comma 1°, c.c. “ Il debitore può opporre al possessore del titolo(1) soltanto le eccezioni a questo personali(2), le eccezioni di forma(3), quelle che sono fondate sul contesto letterale del titolo(4), nonché quelle che dipendono da falsità della propria firma, da difetto di capacità [2, 414 ss.] o di rappresentanza [1387] al momento dell'emissione, o dalla mancanza delle condizioni necessarie per l'esercizio dell'azione.”

⁶⁹ Cfr. art. 2415, comma 1°, c.c. “ L'assemblea degli obbligazionisti delibera: 1) sulla nomina e sulla revoca del rappresentante comune;2) sulle modificazioni delle condizioni del prestito;3) sulla proposta di amministrazione controllata e di concordato;4) sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela dei comuni interessi e sul rendiconto relativo;5) sugli altri oggetti d'interesse comune degli obbligazionisti.

Quando si parla di titoli di credito occorre sottolineare che la normativa in materia è, in realtà, assai controversa. “Sebbene alla ricognizione della fattispecie del titolo di credito in generale siano stati dedicati molti importanti studi, la materia risulta ancora fortemente controversa. È fondamentalmente incerto se la fattispecie del titolo di credito appartenga alla fenomenologia della realtà, che la legge si propone di disciplinare, ovvero se appartenga al mondo del diritto e se, dunque, la fattispecie cartolare sia da individuare anzitutto in base alla disciplina: si parla nel primo caso di approccio tipologico, nel secondo di approccio normativo. È altresì discusso se la fattispecie cartolare sia unitaria o pluralista (nelle due varianti, dualista e antiunitaria), e perciò se a tutti i titoli di credito sia applicabile la stessa disciplina generale; se sia ammissibile distinguere tra titoli astratti e causali, in senso forte o debole, o tra titoli costitutivi e non costitutivi; in che limiti e in che misura possa esprimersi la libertà di emissione di nuovi titoli di credito, soprattutto se di massa, e così via”⁷⁰.

2. Diritti degli obbligazionisti

I diritti tipici e caratteristici derivanti dalle obbligazioni sono: il diritto al rimborso del capitale prestato, almeno in misura pari al suo valore nominale, e il diritto agli interessi. Con riferimento a questo ultimo diritto, l’art. 2411 c.c. stabilisce che possono esserci parametri oggettivi legati anche all’andamento economico della società che vanno a incidere sui tempi e l’entità del pagamento degli interessi. Quando le obbligazioni sono sottoposte a questi parametri si chiamano “obbligazioni paramtrate” e sono compatibili con la fattispecie obbligazionaria generale, tranne che in casi specifici. “Dal disposto normativo, invero, si traggono le seguenti indicazioni: non sarebbe di per sé incompatibile con la fattispecie obbligazionaria la presenza di clausole che rendano aleatorio il diritto agli interessi [...], secondo una parte della dottrina, non sarebbe invece consentita l’emissione di strumenti finanziari qualificabili come “obbligazioni” la cui remunerazione fosse esclusivamente costituita da una diretta partecipazione agli utili della società [...],

⁷⁰ N. DE LUCA, *L’antifattispecie cartolare. Contributo allo studio dei titoli di credito*, in *Banca, Borsa e tit. cred.*, 2017, I, p. 93 s.

non sarebbe consentita l'emissione di obbligazioni il cui diritto agli interessi fosse ancorato a parametri di carattere non "oggettivo" [...], sarebbe consentito ancorare il diritto agli interessi ad una clausola di indicizzazione o parametrica legata sia a indici interni alla società (e in tal caso si fa spesso ricorso nella prassi all'espressione obbligazioni partecipanti o correlate), sia a indici esterni ad essa [...], l'ammissibilità di una clausola che consenta di prevedere la variabilità dei "tempi ... del pagamento degli interessi..." induce a credere che sia anche consentito escludere a priori una remunerazione di tipo "periodico", in favore di soluzioni che, fermo restando il diritto agli interessi, prevedono una loro corresponsione tutta in unica soluzione anticipata [...] o in unica soluzione posticipata [...].⁷¹ In conclusione, si può sostenere che l'obbligazionista gode di un diritto di credito incondizionato è, quindi, impossibile indicare come obbligazione un qualsiasi tipo di strumento finanziario che preveda una clausola di indicizzazione, con previsione di un diritto aleatorio al rimborso del capitale prestato. Il diritto al rimborso è essenziale in misura almeno pari al valore nominale.⁷² In casi specifici, invece, il diritto agli interessi o il diritto al rimborso del prestito è subordinato a particolari condizioni e, in tali casi specifici, le obbligazioni prendono il nome di "obbligazioni subordinate". La subordinazione può essere intesa in modi diversi: assoluta o relativa, ossia riferita a tutti i creditori sociali oppure no; totale o parziale nel riferirsi al credito in toto o in parte; originaria o sopravvenuta a seconda che questa si manifesti sin dalla nascita dell'obbligazione o sopravvenga in un secondo momento, al verificarsi di circostanze particolari. Con riferimento a questo tipo di obbligazioni, occorre sottolineare che il legislatore ha continuato a incentivare l'accesso delle società a forme di finanziamento diverso dal solito credito bancario, come era stato con la riforma del diritto societario del 2003 e la nuova disciplina sulle obbligazioni e sugli strumenti finanziari partecipativi. A questo proposito è opportuno citare il "Decreto Sviluppo" del 2012 il quale ha introdotto una disciplina sugli strumenti di finanziamento per le imprese

⁷¹ V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, cit. p. 362 s.

⁷² Trib. Torino, 22 marzo 1985, n. in *Riv. Dir. Comm.* "Non è omologabile la deliberazione di emissione di un prestito obbligazionario con capitale indicizzato perché con essa si viola l'art. 2410 comma 1 c.c."

e, per ciò che qui concerne, è importante concentrarsi sull'ambito applicativo di tale disciplina alle "obbligazioni partecipanti" e alle "obbligazioni subordinate".⁷³ Con riferimento alle prime ci si riferisce ad una serie di obbligazioni emettibili da parte delle società che prevedono il diritto in capo all'obbligazionista di partecipazione agli utili dell'impresa.⁷⁴ Questo tipo di affermazione potrebbe indurre a pensare che fra i diritti degli obbligazionisti ci sia anche quello di diretta partecipazione agli utili, ma in realtà l'interpretazione della norma è ben più complessa.⁷⁵ La partecipazione agli utili non deve essere considerata come partecipazione diretta in senso stretto, ma come un modo di "commisurare" il rendimento d'impresa tramite "un corrispettivo variabile in funzione del parametro costituito dall'utile d'impresa della società emittente"⁷⁶. La norma in questione fa riferimento anche alle obbligazioni subordinate affermando una perfetta compatibilità di quest'ultime con la normale fattispecie obbligazionaria, questo perché, nonostante la clausola di subordinazione introduca un elemento differente dell'obbligazione che ne va ad aumentare il rischio dal punto di vista dell'investimento, esse rimangono nella categoria del prestito obbligazionario, al punto tale che anche l'emissione di queste obbligazioni segue le regole normali e i limiti prefissati.⁷⁷

Di primaria importanza, quando si parla di diritti degli obbligazionisti, è il tema concernente la situazione che si verifica in caso di fallimento della società emittente, nonché, quali siano i diritti dei creditori della società in questo caso e quali siano i soggetti legittimati alla domanda di ammissione al passivo e, nel caso di legittimazione, per quali importi. "L'art. 58 l. fall. prevede che i crediti derivanti da obbligazioni ed altri titoli di debito sono ammessi al passivo per il loro valore

⁷³ Cfr. M.MAROCCHI, *Ai confini del debito: le obbligazioni subordinate, indicizzate e irredimibili*, in *Giur. Comm.*, fasc. VI, 2021

⁷⁴ Cfr. d.l. 22 giugno 2012, n.83, art. 1, comma 19° "possono prevedere clausole di partecipazione agli utili d'impresa e di subordinazione, purché con scadenza iniziale uguale o superiore a trentasei mesi."

⁷⁵ *Ivi*, art. 1, comma 21° "La clausola di partecipazione regola la parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo obbligazionario, commisurandola al risultato economico dell'impresa emittente."

⁷⁶ V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, cit. p. 370

⁷⁷ Cfr. d.l. 22 giugno 2012, n.83, art. 1, comma 20°, 2° cpv. "Le emissioni di obbligazioni subordinate rientrano tra le emissioni obbligazionarie e ne rispettano i limiti massimi fissati dalla legge."

nominale, detratti eventuali rimborsi già effettuati. Qualora il regolamento di emissione del titolo obbligazionario preveda un premio da estrarre a sorte, il relativo valore attualizzato viene distribuito tra tutti i titoli che hanno diritto al sorteggio. Con riferimento ai soggetti legittimati presentare la domanda di ammissione al passivo della società emittente, l'art. 93, comma 9, 1. fall., stabilisce che il ricorso, oltre che dal singolo obbligazionista, può essere presentato, ai sensi dell'art. 2418, comma 2, c.c., dal rappresentante comune degli obbligazionisti, anche per singoli gruppi di creditori; il tutto, peraltro, senza che debba in tale caso ritenersi necessaria alcuna preventiva delibera da parte dell'assemblea degli obbligazionisti. Fra la documentazione da porre a corredo della domanda di ammissione, rileva, ad evidenza, la produzione del titolo obbligazionario, ovvero, allorché al cospetto di titoli dematerializzati, di idonea certificazione attestante la piena titolarità degli strumenti finanziari de quibus agitur in capo al soggetto istante che dovrà essere rilasciata dall'intermediario deputato alla gestione accentrata ex D. Lgs. n. 213/98.⁷⁸ Con riferimento all'importo rivendicabile dall'obbligazionista "i diritti di credito spettanti agli obbligazionisti in ipotesi di fallimento della società emittente soggiacciono alle ordinarie regole del concorso, fra le quali assumono qui particolare rilevanza quelle statuite dall'art. 55 1. fall., secondo cui 1) i debiti pecuniari, ivi compresi anche quelli relativi ai prestiti obbligazionari, si considerano scaduti alla data del fallimento e 2) la dichiarazione di fallimento sospende il corso degli interessi relativi a crediti non assistiti da privilegio, quali debbono considerarsi quelli di specie. [...] Qualora in epoca anteriore alla dichiarazione di fallimento, l'obbligazionista abbia beneficiato di pagamenti correlati al proprio titolo, occorre verificare – con l'ausilio del regolamento disciplinante l'emissione del titolo ovvero, in mancanza, in ragione delle previsioni di cui all'art. 1194 c.c. – se simili introiti attengano unicamente ad interessi, ovvero ricomprendano anche quota parte del capitale investito; tale eventuale quota parte del rimborso percepito – giusto il disposto del menzionato art. 58 1. fall. – deve essere scomputata dal *petitum*. Eventuali interessi maturati sino alla sentenza dichiarativa, laddove

⁷⁸ A. MOLGORA, *Diritti degli obbligazionisti in caso di fallimento della società emittente*, in *Quesiti Operativi*, www.ilSocietario.it, 2018

previamente non incassati mediante pagamento cedolare, non possono essere fatti oggetto di domanda di ammissione.”⁷⁹

Ci sono tipologie di obbligazioni che si differenziano da quelle ordinarie, e che vengono denominate come obbligazioni speciali, in quanto portatrici di situazioni giuridiche speciali per quanto riguarda la titolarità dell’obbligazione. “La disciplina del prestito obbligazionario, come si vedrà, è in tutti gli ordinamenti estremamente elastica, quanto a remunerazione del capitale ed a modalità di rimborso: offre, quindi, all’autonomia privata ampia possibilità di creare tipi speciali di obbligazioni. Le formule tecniche cui si è fatto ricorso sono state assai varie; una parte di queste, elaborate dalla prassi, soprattutto internazionale, sono state recepite in alcuni ordinamenti: altre rimangono, seppur praticate, prive di definizione normativa. Le trattazioni specifiche fanno ampia rassegna dei molti modelli in uso, rispetto ai quali è stato suggerito un valido criterio per la classificazione, prendendo in considerazione tre fondamentali istanze: rendere più sicura la posizione degli obbligazionisti; attenuare i risvolti negativi dell’investimento in titoli obbligazionari; realizzare forme di prestito con maggiore sensibilità al rischio d’impresa.”⁸⁰ Con riferimento a questo ultimo aspetto, è evidente la pregnanza di tale processo di modernizzazione, ormai sviluppatosi e in corso di sviluppo, del diritto societario. Il confine sfumato tra azioni e obbligazioni, ribadito dalla riforma del 2003, non è solo visibile nei tipi di azioni speciali, caratterizzate da diritti amministrativi sempre meno forti, ma anche dalla presenza delle categorie speciali di obbligazioni che hanno, tra i vari scopi, quello di creare forme di finanziamento sempre più “a metà” tra l’indebitamento a titolo di prestito e il capitale di rischio. “Alla figura di base delle obbligazioni (attribuenti il diritto al rimborso del capitale prestato e ad un interesse fisso), la prassi (e leggi speciali, per settori particolari) hanno da tempo affiancato obbligazioni con diritti diversi, in qualche modo intermedie tra titoli di prestito e titoli di capitale di rischio. L’art. 2411 c.c., nuovo testo, risolve alcuni dei dubbi che precedentemente si ponevano al riguardo di certi

⁷⁹ *Ibidem*

⁸⁰ N. DE LUCA, A. STAGNO D’ALCONTRES, *Obbligazioni speciali*, in *Enciclopedia del diritto*, www.enciclopedialediritto.giuffrefrancislefebvre.it, IV, 2002, p. 786

tipi di obbligazioni.”⁸¹ Nell’ambito delle obbligazioni speciali sono state già nominate le obbligazioni parametrare e le obbligazioni partecipanti e subordinate. Queste obbligazioni si possono definire come “speciali”, poiché la loro natura giuridica rende i diritti derivanti dalle medesime, o soggetti a determinate clausole o, ad ogni modo, declinati diversamente in confronto alle obbligazioni ordinarie. Fra le altre tipologie di obbligazioni speciali si trovano le obbligazioni a premio, e cioè un tipo di obbligazione emessa con premio di rimborso. Il premio di rimborso prevede che l’emissione dell’obbligazione sia fatta per cifra inferiore rispetto a quella che sarà poi la cifra del rimborso, oppure che ci sia “una maggiorazione allo scadere (*prime en dedors*) o addirittura “zero coupons” (emesse per somma pari al valore nominale meno gli interessi di tutta la durata del prestito: anziché pagare interessi periodici, questi – capitalizzati ed attualizzati – vengono detratti, già al tempo della sottoscrizione, dalla somma che l’obbligazionista versa.”⁸² Tra le categorie speciali si trovano anche le obbligazioni in valuta estera, le quali dipendono dall’andamento della valuta in questione. Altro tipo di obbligazioni sono le obbligazioni convertibili in azioni, le quali attribuiscono il diritto in capo al possessore di chiedere, sotto determinate modalità e condizioni, la conversione in azioni.⁸³ “ Malgrado la rubrica apparentemente ampia (“Obbligazioni convertibili in azioni”), l’art. 2420-bis c.c. testé menzionato non fornisce una disciplina omnicomprensiva della materia, ma regola espressamente la sola ipotesi delle obbligazioni a convertibilità diretta in azioni di nuova emissione per le quali il diritto di conversione spetti discrezionalmente ai portatori dei titoli, ciascuno autonomamente per la porzione di prestito convertibile detenuta. Il “prestito convertibile” tipizzato dal legislatore è dunque un prestito che incorpora un’opzione a beneficio degli obbligazionisti, i quali — senza esservi in alcun modo tenuti — possono scegliere (alla scadenza, o al verificarsi di alcuni eventi predeterminati) se ottenere il rimborso per cassa oppure esercitare il diritto di conversione e ricevere,

⁸¹ S. LUONI, *Obbligazioni speciali*, in Bussola www.ilSocietario.it, 2016

⁸² *Ibidem*

⁸³ Cfr art. 2420-bis, comma 1°, c.c. “*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.*”

in alternativa al pagamento di denaro, un equivalente numero di azioni in base a un rapporto di cambio prefissato. L'alternatività tra rimborso e conversione è un elemento essenziale della fattispecie; in caso di esercizio del diritto di conversione, l'obbligazionista cessa infatti di essere creditore e diviene pro tanto azionista della società. Altrettanto caratterizzante la fattispecie codicistica è la circostanza che il diritto di conversione abbia per oggetto azioni della medesima società, l'emissione delle quali è prevista specificamente a servizio del prestito obbligazionario convertibile e che quindi non pre-esistono allo stesso. Rimangono, invece, prive di disciplina puntuale una vasta serie di ipotesi di conversione in azioni conosciute dalla prassi dei mercati, per le quali spetta all'interprete determinare se, e in quale misura, sia prospettabile un'applicazione estensiva o analogica dell'art. 2420-bis c.c., soprattutto ove lo stesso preveda una regolamentazione difforme da quella applicabile alle obbligazioni in generale, ai sensi degli artt. 2410 ss. c.c. Tali fattispecie non tipizzate legislativamente possono essere raggruppate in categorie sulla base di criteri differenti.”⁸⁴ Tra le tipologie di obbligazioni che prevedono la conversione in azioni, risultano prive di una vera e propria disciplina, quelle in cui la conversione non è il risultato di una decisione attiva del possessore, ma, al contrario, si presenta come condizione subita dal soggetto in questione. Il termine “atecnico” per descrivere questi strumenti è “obbligazioni convertende” e tale espressione può essere declinata secondo una duplice accezione. La prima accezione identifica queste obbligazioni come prestiti che prevedono la conversione in via automatica alla scadenza, senza che risulti necessaria una volontà particolare da parte del possessore o da parte dell'emittente. La conversione automatica in azioni è, sostanzialmente, già definita all'emissione di questi titoli. Nella seconda accezione del termine, invece, la conversione non rappresenta un diritto attivo degli obbligazionisti, bensì una scelta della società emittente che ricade sugli obbligazionisti. Le due accezioni hanno in comune la mancanza di volontà da parte degli obbligazionisti, ma non la mancanza comune di volontà della società

⁸⁴ A. GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili, convertente e a conversione sintetica*, in *Riv. Soc.*, IV, 2016, p. 689 s.

debitrice.⁸⁵ “ In conclusione, le fattispecie concrete testé discusse paiono confermare una certa ambiguità nell’utilizzo del termine “convertendo” da parte della prassi operativa. Con tale espressione si definiscono infatti ipotesi aventi discipline pattizie molto eterogenee e diverse tra loro, il cui minimo comun denominatore sta nel fatto che i portatori dei titoli obbligazionari non hanno alcuna possibilità di influire sulla conversione in azioni, la quale dipenderà, di volta in volta, da un automatismo accettato sin dal momento dell’emissione ovvero da una scelta successiva dell’emittente.”⁸⁶ L’importanza delle questioni in materia di obbligazioni speciali è ravvisabile nella diversità della declinazione dei diritti che esse comportano. Un tema interessante, a questo proposito, è quello del diritto di opzione nelle obbligazioni convertibili. A livello generale, per diritto di opzione nel diritto societario si intende il diritto dei soci azionisti ad essere preferiti rispetto ai terzi al momento della sottoscrizione di nuove azioni. “ La sentenza della Corte di giustizia dell’Unione europea del 18 dicembre 2008, nella causa C-338/06, è passata stranamente inosservata nel nostro Paese. Eppure dalla sua lettura si desume che le obbligazioni convertibili hanno perso, ormai da più di tre anni, il diritto di opzione di cui ancora sembrano godere in base alla legge italiana, sulle azioni provenienti da un aumento di capitale in danaro o su nuove obbligazioni convertibili in azioni, rappresentative di un ulteriore prestito. [...] Certamente la direttiva non impedisce agli Stati membri di attribuire ad altri soggetti il diritto di opzione, ma non su un piano di parità con gli azionisti, bensì solo sui titoli rimasti inopinati. Tali sono quelli che non sono stati sottoscritti né dai soci né da altri soggetti cui i primi siano riusciti a cedere il diritto di opzione.”⁸⁷ Tra le obbligazioni convertibili è possibile esaminare le obbligazioni “cum warrant”, le quali mancano di una vera disciplina all’interno del codice civile. In queste obbligazioni il diritto in capo agli obbligazionisti è quello di poter chiedere la sottoscrizione di azioni della società emittente mantenendo il ruolo di obbligazionista. Questa è la distinzione principale con le obbligazioni convertibili, anche se la disciplina di queste ultime risulta

⁸⁵ *Ivi*, p. 692 s.

⁸⁶ *Ivi*, p. 699

⁸⁷ R. WEIGMANN, *Le obbligazioni convertibili perdono il diritto di opzione*, in *Giur. Comm.*, III, 2012, p. 339

compatibile per gli strumenti “cum warrant”. Con riferimento al diritto di opzione del portatore del warrant, “ nell’ipotesi di aumento del capitale sociale a pagamento o di emissione di obbligazioni convertibili, le azioni di nuova emissione e tali obbligazioni dovranno essere offerte in opzione anche ai portatori di obbligazioni con opzione di sottoscrizione, secondo le proporzioni risultanti dal prezzo fissato per la sottoscrizione. Nelle obbligazioni con buono facoltà di acquisto, invece, la società emittente il prestito sarà quanto meno tenuta a metter a disposizione di tali obbligazionisti i diritti di opzione di sua spettanza, «sempre che il regolamento di emissione non preveda altre soluzioni idonee a meglio tutelare la situazione di aspettativa degli stessi»⁸⁸ Il diritto di opzione riguarda le azioni di nuova emissione e le azioni già precedentemente emesse, ma non è pacifico il punto per il quale alle obbligazioni “cum warrant” spettano, in ogni caso, il diritto di opzione.⁸⁹

Un ultimo importante caso da prendere in considerazione, è senz’altro la situazione delle obbligazioni riservate ai soci e ai loro familiari con annessa possibilità di compensazione tra l’importo del rimborso, a cui si ha diritto in qualità di obbligazionista, e l’importo da versare in qualità di socio. Il caso emblematico per analizzare questa operazione è quello di una “ Una società, avente in corso un prestito obbligazionario, ha deliberato l’emissione di nuove obbligazioni riservate ai soci e i loro familiari, con importo, scadenza e tasso diversi. Poiché la maggior parte degli attuali obbligazionisti sottoscriverà il nuovo prestito, per evitare i movimenti di uscita e di entrata dei capitali, la società vorrebbe proporre ai soci una compensazione tra l’importo dovuto per il rimborso del prestito in scadenza e l’importo da versare dai soci/obbligazionisti.”⁹⁰ Nello studio circa la liceità o meno dell’operazione, bisogna considerare che il prestito obbligazionario gode di un regolamento. All’interno di questo regolamento, sono contenute le varie condizioni e modalità dell’obbligazione. “ Considerando che alla scadenza del prestito obbligazionario si origina un credito di ciascun obbligazionista verso la società

⁸⁸ S. LUONI, *Obbligazioni speciali*, in Bussola, www.ilSocietario.it, 2016

⁸⁹ *Contra*. MARCHETTI, *Aumenti di capitale ad esecuzione differita, in warrant e opzione indiretta*, in *Riv. Not.*, 1993, I, p. 223

⁹⁰ D. FICO, *Obbligazioni: compensazione del debito da sottoscrizione con credito da rimborso*, *Quesiti operativi*, in www.ilSocietario.it, 2016

emittente per la quota di rimborso del capitale investito e che la nuova emissione di obbligazioni dà luogo ad un debito dell'obbligazionista sottoscrittore nei confronti della società emittente, è comunque possibile - trattandosi di debiti liquidi ed esigibili - la compensazione ai sensi dell'art. 1243 c.c. tra il credito del socio obbligazionista al rimborso del prestito obbligazionario ed il debito del medesimo verso la società inerente alla sottoscrizione del nuovo prestito.”⁹¹ Secondo la tesi dell'autore, quindi, la compensazione è un'operazione lecita e rappresenta un metodo efficace per l'estinzione del debito tanto da non essere necessaria la sua previsione nel regolamento del prestito obbligazionario.

3. Aspetti specifici della disciplina dell'emissione delle obbligazioni

Nell'analisi della disciplina delle obbligazioni occorre soffermarsi sul momento di 'nascita' del fenomeno obbligazionario e cioè il momento dell'emissione. La legge prevede che, in assenza di diversa disposizione da parte dello statuto della società emittente o di diversa previsione speciale di legge, la delibera all'emissione delle obbligazioni sia di competenza degli amministratori e, quindi, del consiglio di amministrazione o, nel caso di modello di amministrazione monocratico, dell'amministratore unico nel modello tradizionale, del consiglio di amministrazione anche nel sistema monistico e, invece, del consiglio di gestione nel sistema dualistico.⁹² Con specifico riferimento al modello dualistico, è possibile affermare che tale competenza sia attribuibile anche al consiglio di sorveglianza.⁹³ La ragione di tale competenza è in linea con quella "centralità", sopra citata, del ruolo dell'amministrazione nelle società per azioni. La riforma del 2003 ha voluto dare grande spazio all'intervento degli amministratori ponendoli come i soli competenti della gestione della società andando a ridurre gli spazi in cui il ruolo decisionale è affidato all'assemblea degli azionisti. L'attribuzione della competenza agli amministratori rende la decisione di scegliere il ricorso

⁹¹ *Ibidem*

⁹² Cfr. art 2410, comma 1°, c.c. “*Se la legge o lo statuto non dispongono diversamente, l'emissione di obbligazioni è deliberata dagli amministratori*”

⁹³ Cfr. PISANI, *Le obbligazioni*, in *Abbadessa – Portale* (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum Gian Franco Campobasso, I, Torino, 2006, p. 781

all'indebitamento, e cioè l'acquisizione di capitale di terzi, per risolvere le esigenze di provvista finanziaria, una decisione di natura specificatamente gestoria. Quest'ultimo aspetto è fondamentale ai fini del confronto tra obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi. L'emissione delle obbligazioni non rileva in alcun modo ai fini statuari esaurendosi in un atto di gestione della società per la mancanza della natura partecipativa di questi strumenti. La competenza all'emissione è da considerarsi come competenza "propria" dell'organo amministrativo il quale ne determina l'occasione, le caratteristiche e le modalità. L'ordinamento ammette la delega di tale competenza da parte dell'organo amministrativo verso il comitato esecutivo o verso uno o più amministratori delegati, con indicazione di elementi specifici e fatta salva la possibilità per gli amministratori di avocare a sé operazioni facenti parte la delega.⁹⁴ Per quanto riguarda l'attribuzione della competenza all'assemblea ordinaria o straordinaria, la dottrina non trova un'interpretazione pacifica. Se ci si basa esclusivamente sul dato letterale del Codice civile, tale ruolo è da attribuire all'assemblea ordinaria sulla base del fatto che l'assemblea straordinaria opera solo nei casi previsti dalla legge e ,tra questi casi, non sarebbe presente la deliberazione all'emissione delle obbligazioni.⁹⁵ "Soluzione giudicata tuttavia "eccessivamente rigida" da quegli autori che attribuiscono invece la competenza all'emissione all'assemblea straordinaria in considerazione del fatto che il nuovo art. 2364 c.c., diversamente dalla previgente disciplina, non consentirebbe all'autonomia statutaria di riservare alla competenza assembleare materie attinenti alla gestione della società ed altresì che la delibera deve essere assunta in forma notarile ed iscritta nel registro delle imprese, al pari di quelle dell'assemblea straordinaria"⁹⁶ La legge afferma che la

⁹⁴ Cfr. art 2381, comma 3°, c.c. " *Il consiglio di amministrazione determina il contenuto, i limiti e le eventuali modalità di esercizio della delega [2405, 2421, n. 6]; può sempre impartire direttive agli organi delegati e avocare a sé operazioni rientranti nella delega.* "

⁹⁵ Cfr. art 2365, comma 1°, c.c. " *L'assemblea straordinaria [2414 bis, 2415] delibera sulle modificazioni dello statuto [16, 21, 2348, 2349, 2368], sulla nomina, sulla sostituzione e sui poteri dei liquidatori e su ogni altra materia espressamente attribuita dalla legge alla sua competenza [2412, 2410].* "

⁹⁶ S.LUONI, *Obbligazioni: emissione, tutela degli obbligazionisti*, in *Bussola www.ilSocietario.it*, 2015; Cfr. MARCHETTI, *Le obbligazioni*, in AA. VV. *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, p. 214

competenza è degli amministratori tranne nei casi di diversa previsione di legge o dello statuto. In forza di questo, si ritiene consentito allo statuto, in relazione al discorso delle competenze decisionali ripartite fra azionisti e amministratori, di “prevedere la competenza dell’assemblea degli azionisti e autorizzare l’operazione nei termini di cui all’art. 2364, comma 1°, n.5 [...], prevedere la competenza dell’assemblea degli azionisti a deliberare direttamente l’emissione delle obbligazioni, prevedere una distribuzione della competenza decisione tra assemblea (ordinaria o straordinaria) e amministratori in base ai più vari criteri o parametri, come quello dell’importo dell’emissione e/o quello della tipologia delle obbligazioni da emettere e/o altri ancora”.⁹⁷ Con riferimento alla delibera in sé, essa deve godere di alcuni requisiti formali necessari come la verbalizzazione del notaio e l’iscrizione nel registro delle imprese. “La delibera in ogni caso, sia cioè che si tratti di deliberazione sia assunta dall’organo amministrativo oppure dall’assemblea ordinaria o ancora in sede straordinaria, deve essere verbalizzata da Notaio ed iscritta nel Registro delle Imprese (così l’art. 2410 c.c.). Essa dovrà contenere tutti gli elementi essenziali del prestito, vale a dire quanto meno le indicazioni che dovranno essere contenute nel titolo obbligazionario ai sensi dell’art. 2414 c.c. Prima dell’iscrizione le obbligazioni non possono essere emesse; è possibile invece concludere sin da subito i contratti di sottoscrizione”⁹⁸.

Le obbligazioni, in base anche alla natura del soggetto emittente, si distinguono fra loro. Se, per esempio, l’emittente è un istituto di credito, o secondo una delineazione più specifica una banca, siamo di fronte al fenomeno delle obbligazioni bancarie. Questa piccola digressione risulta importante se si ravvisa nella tutela dei creditori sociali il filo conduttore del ragionamento. In riferimento a questo discorso, è possibile parlare del fatto che la nuova regolazione delle crisi bancarie ha inciso molto sul mercato obbligazionario. “Alla luce della nuova normativa, infatti, i creditori che, a vario titolo, hanno intrattenuto rapporti con l’ente creditizio in

⁹⁷ V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, cit. p.387

⁹⁸ S.LUONI, *La deliberazione*, in *Obbligazioni*, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale* fondata da Bigiavi, Società per azioni. Costituzione e finanziamenti, Torino, 2013, p. 90

dissesto, possono vedere sacrificate le proprie ragioni in presenza di un interesse pubblico ritenuto maggiormente meritevole di essere tutelato. Tale circostanza riteniamo abbia contribuito al crollo delle consistenze e all'aumento dei rendimenti dei titoli bancari”⁹⁹

L'emissione delle obbligazioni è sottoposta ad alcuni limiti di ordine quantitativo che non consentono alla società di emettere obbligazioni per un qualsiasi importo. La legge prevede che “la società può emettere obbligazioni [...] per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato”¹⁰⁰ La “ratio” del sistema è da individuare nel concetto di tutela dei creditori sociali della società emittente e, quindi, nell'idea di garanzia per gli interessi degli obbligazionisti. Tale garanzia non rileva in senso tecnico e giuridico, ma conta ai fini di una tutela indiretta derivante dal fatto che i limiti quantitativi impongono un equilibrio nel sistema finanziario della società emittente.¹⁰¹ In questi limiti si identifica “ la funzione di evitare uno squilibrio tra mezzi propri della società ed indebitamento della stessa mediante l'immissione di titoli di massa sul mercato. Il legislatore della riforma nella Relazione al decreto, osserva che il limite all'emissione <<impedisce che gli azionisti ricorrano al mercato del capitale di credito a medio–lungo termine in misura eccessiva rispetto a quanto rischiano in proprio.>>”¹⁰² Il concetto di equilibrio tra mezzi propri e di terzi, posto a tutela degli obbligazionisti, è declinato dalla dottrina in tanti modi diversi, tra i quali emergono due linee di pensiero principali. La prima identifica l'equilibrio con i mezzi propri come esigenza a cui dare una certa attenzione sulla base del fatto che il prestito obbligazionario viene identificato come un prestito a medio-lungo termine che, in quanto tale, comporta rischi importanti di insolvenza. La seconda, invece, più che focalizzarsi sulla natura

⁹⁹ D.ROSSANO, M.PAIELLA, *L'impatto della nuova regolazione delle crisi bancarie sul mercato delle obbligazioni bancarie*, in *Concorrenza e Mercato*, I, 2017; Cfr. D.GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 1997

¹⁰⁰ Art. 2412, comma 1°, c.c.

¹⁰¹ Cfr. V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Tratt. Rescigno*, 16, 3, Impresa e Lavoro, 3^a ed, Torino, 2011, p.189

¹⁰² S.LUONI, *Obbligazioni: emissione, tutela degli obbligazionisti*, in *Bussola* www.ilSocietario.it, 2015

dell'obbligazione come prestito a medio-lungo termine, si concentra sul fatto che l'emissione delle obbligazioni si rivolge al pubblico risparmio.¹⁰³ Tra le due linee di pensiero la seconda risulta essere, probabilmente, la più completa a spiegare come mai questo equilibrio tra i mezzi finanziari risulti essere così importante per la tutela degli interessi dei terzi. Nonostante ciò, ad un primo esame, anche il secondo filone potrebbe risultare incompleto per il fatto che la medesima istanza di protezione non è inclusa dal legislatore anche per altri strumenti finanziari che presentano caratteristiche simili alle obbligazioni, quali, per esempio, gli strumenti finanziari partecipativi che, pur distinguendosi dalle obbligazioni, possono essere considerati fonti di finanziamento a medio-lungo termine. Analizzando a fondo le istanze del secondo filone si arriva a comprendere che esse sono precisamente rivolte, nell'ambito del pubblico risparmio, alle sole operazioni di prestito quasi sempre a medio-lungo-termini per le quali il diritto di credito al rimborso è essenziale in misura almeno pari al suo valore nominale. In conclusione, si comprende quanto l'istanza di protezione e tutela rivolta al pubblico dei risparmiatori rilevi solo in presenza di un titolo di debito con essenzialità del diritto al rimborso e non in presenza di altre forme di indebitamento simili per alcune caratteristiche, ma mancanti di questa caratteristica necessaria.¹⁰⁴ Tornando alla natura dei limiti quantitativi imposti dalla legge sull'emissione, l'articolo del codice è estremamente chiaro e possiamo, di seguito, esaminarlo. Nel calcolare il limite, bisogna confrontare due diverse grandezze il numeratore, ossia la somma per la quale vengono emesse le obbligazioni e il denominatore, quello rappresentato dal doppio del capitale sociale, dalla riserva legale e dalle riserve disponibili risultanti

¹⁰³ Questo secondo filone si divide a sua volta sulla base di una diversa interpretazione di pubblico risparmio. Una prima interpretazione vede la tutela del pubblico risparmio come tutela dell'obbligazionista che potrebbe trovarsi nella situazione di essere incapace di valutare la solvibilità della società emittente. Una seconda interpretazione, invece, vede anche nel soggetto dell'azionista una figura che necessita di tutela. L'azionista, anche lui, potrebbe trovarsi in una condizione di incapacità di intuire se la società di cui si trova a sottoscrivere azioni si presenti in una situazione di equilibrio fra mezzi propri e indebitamento. Infine, un terzo orientamento sostiene che l'istanza di tutela abbia a che vedere con la generale esigenza di tutelare l'ordine pubblico economico in riferimento all'ordine e alla stabilità del mercato finanziario. Cfr. V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, cit. p.399 s.

¹⁰⁴ Cfr. V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, cit p 399 ss.

dall'ultimo bilancio approvato. Il conteggio della somma per la quale le obbligazioni vengono emesse deve prevedere, oltre alle obbligazioni propriamente dette, le obbligazioni non ancora estinte frutto di una precedente emissione, altri strumenti finanziari di debito che determinano le modalità di rimborso del capitale alla condizione economica in cui verte la società e “gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere”.¹⁰⁵ L'art. 2412 al comma 1° parla di “doppio del capitale sociale”, ma la questione più complessa risulta capire cosa si intenda specificatamente con capitale sociale. A questo proposito, occorre fare alcune precisazioni sulle possibili denominazioni del capitale per capire quale, tra queste, risulta essere quella da esaminare ai fini della norma. Qualora la società decida di procedere all'emissione di obbligazioni in un momento in cui ha deliberato per un aumento del capitale sociale senza che esso sia stato già interamente o in parte sottoscritto, quel capitale prende il nome di “capitale deliberato” e non è mai equiparabile al concetto letterale e concettuale di capitale sociale. Il capitale sottoscritto, con sottoscrizione definitivamente efficace, è quello che risulta rilevante ai fini del disposto normativo. Infine, è possibile fare un'ulteriore precisazione e affermare che bisogna prendere in considerazione l'intero capitale sociale e non soltanto la parte “versata”, che, proprio per i motivi specificati, prende il nome di “capitale versato”.¹⁰⁶ “Stanti così le cose, sarà allora possibile per una società il cui capitale sociale sia stato interamente sottoscritto, ma versato solo in parte, emettere obbligazioni senza garanzia prendendolo come parametro del limite di legge. In questo senso depone anche la lettura dell'art. 2414 n. 3 c.c. Quanto alle riserve, la nozione di riserva legale è chiarita dall'art. 2430 c.c. Le riserve “disponibili” sono quelle che possono

¹⁰⁵ V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, cit. p.399 s. “la norma è stata introdotta nel 2005 con finalità antielusive rispetto alla prassi, tutt'altro che infrequente, del rilascio di siffatte garanzie soprattutto tra società dello stesso gruppo; per come è formulata, tuttavia, essa trova applicazione esclusivamente all'ipotesi in cui il rilascio di garanzie sia avvenuto in epoca anteriore all'emissione di obbligazioni, non anche al caso in cui sia proprio il rilascio delle garanzie ad avvenire successivamente all'emissione delle obbligazioni.”

¹⁰⁶ *Contra* art. 2410, c.c. ante riforma del 2003; Cfr. V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, cit p 405 ss.

essere imputate a capitale ai sensi dell'art. 2442 c.c. Vi rientrano quindi quelle distribuibili (che, in quanto tali, sono anche disponibili), la parte del fondo sopraprezzo azioni che non lo fosse per non aver la riserva legale raggiunto il quinto del capitale, le riserve statutarie sia se prive di specifica destinazione (o destinate magari proprio a futuri aumenti di capitale) sia quando specificatamente destinate ad altri fini, le riserve facoltative da utili, le riserve di capitale (da fusione, da conversione di obbligazioni, da versamenti dei soci in conto capitale, da contributi in conto capitale), le riserve da leggi di rivalutazione e le riserve derivanti dall'applicazione del metodo patrimoniale netto (art. 2426 n. 4 c.c.). La nuova normativa non chiarisce se il capitale versato (e le riserve legale e disponibili) devono risultare esistenti secondo l'ultimo bilancio approvato o al momento dell'emissione¹⁰⁷ Da un lato c'è chi sostiene che le perdite verificatesi in seguito alla, già conclusa, approvazione di bilancio debbano essere portate in detrazione dell'importo che si ha come riferimento per l'emissione delle obbligazioni.¹⁰⁸ Dall'altro lato, invece, alcuni sostengono che sia più corretto considerare l'emissione come delibera all'emissione e prendere in esame solo le perdite che, tra la data di bilancio di riferimento e la delibera all'emissione, siano andate oltre un terzo del capitale.¹⁰⁹ Per questa seconda impostazione, le diminuzioni del capitale sociale che non vanno oltre il terzo del capitale sociale non devono essere considerate, mentre là dove le perdite vadano oltre questo limite si renderà necessaria la redazione di un nuovo bilancio dal quale risulterà il nuovo limite per l'emissione.¹¹⁰ “ L'attestazione dei sindaci, se si segue quest'ultima impostazione, certificherà che la società non si trova in una delle situazioni previste dagli articoli 2446-2447 c.c. nonché darà atto dell'esistenza o meno di prestiti obbligazionari

¹⁰⁷ S.LUONI, *Obbligazioni: emissione, tutela degli obbligazionisti*, in *Bussola* www.ilSocietario.it, 2015

¹⁰⁸ Cfr. SARALE, sub. art. 2412-2413, in Comm. Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, 2004, p. 1267; Cfr. GIANNELLI, sub. Art. 2412, in *Obbligazioni e Bilancio*, Artt. 2410-2435 bis c.c., in Comm. Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2005, p.90; Cfr. S.LUONI, *Obbligazioni: emissione, tutela degli obbligazionisti*, cit.

¹⁰⁹ Cfr. CAMPOBASSO, LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Torino, 2010, p.134; Cfr. S.LUONI, *Obbligazioni: emissione, tutela degli obbligazionisti*, cit.

¹¹⁰ Cfr. Massima 78 del Consiglio Notarile di Milano, in *Massime notarili in materia societaria*, Milanofiori, 2010, p. 281

ancora in circolazione o di garanzie prestate dalla società per l'emissione di obbligazioni da parte di altre società, anche estere. Nel sistema dualistico e in quello monistico tale compito spetterà rispettivamente al consiglio di sorveglianza ed al comitato per il controllo di gestione garanti della legalità dell'operato degli amministratori.”¹¹¹ La dinamica in questione “è quella di stabilire a quale momento si debba fare riferimento ai fini del rispetto del tetto massimo alle obbligazioni e, segnatamente, se sia sufficiente che il rapporto tra obbligazioni e mezzi propri entro il limite legale sussista al momento della deliberazione di emissione o se sia necessario che permanga anche fino al momento della effettiva emissione dei titoli. [...] La norma, come si è visto, fa riferimento all'ultimo bilancio approvato. E' pacifico che tale non debba essere necessariamente il bilancio d'esercizio e che la società ben potrebbe, ad es., approvare un bilancio straordinario ad hoc per dar conto di incrementi patrimoniali intervenuti dopo l'approvazione dell'ultimo bilancio d'esercizio”¹¹²

Il limite stabilito dalla legge sull'emissione può essere, in certi casi specifici, superato. Uno di questi casi è quello delle obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado solo sugli immobili che sono di proprietà della società, escludendo gli immobili di proprietà di soggetti terzi. Queste obbligazioni non possono superare i due terzi del valore degli immobili ipotecati e il valore è sempre quello iscritto in bilancio, salvo diversa valutazione da parte di un esperto.¹¹³ L'ipoteca deve garantire integralmente l'emissione e non soltanto la parte eccedente il limite. Un altro caso è rappresentato dalla “sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, vale a dire da banche, società di intermediazione mobiliare, imprese assicurative, imprese estere autorizzate all'esercizio dell'attività finanziari in Italia, intermediari non bancari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107

¹¹¹ S. LUONI, *Obbligazioni: emissione, tutela degli obbligazionisti*, in *Bussola* www.ilSocietario.it, 2015

¹¹² V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, cit. p.413 s.

¹¹³ Cfr. art 2412, comma 3°, c.c. “Non è soggetta al limite di cui al primo comma, e non rientra nel calcolo al fine del medesimo, l'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi.”

TUB, società di investimento a capitale variabile”¹¹⁴ L’origine di tale deroga deriva dal fatto che, come abbiamo precedentemente spiegato, il limite è posto dalla legge come strumento di tutela degli interessi di obbligazionisti spesso “incapaci” di valutare correttamente le condizioni di rischio dell’investimento e le possibilità di “default” della società emittente. Contrariamente, infatti, la norma si riferisce a sottoscrittori quali investitori professionali e, conseguentemente, qualificati e preparati al fine di giudicare e ponderare questi rischi.¹¹⁵ “I limiti del 1° comma (capitale + riserve, moltiplicati per due) e la disposizione del 2° comma (riserva agli investitori professionali, e garanzia di questi) non si applicano alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ed a quelle di obbligazioni che diano il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni: c.d. obbligazioni convertibili [...]. In ordine alle prime (quelle destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione) appare evidente come al legislatore del 2012, a differenza di quello della riforma del 2003 che voleva che anche l'emittente fosse una società quotata, è parso sufficiente che la quotazione ed il relativo controllo riguardassero solo il prestito, e che quindi non fosse necessario che anche l'emittente fosse una società con azioni quotate in mercati regolamentati e dunque sottoposto di per sé a controllo da parte delle autorità vigilanti. Il legislatore ha inteso così favorire l'accesso diretto al mercato dei capitali di debito alle società non aventi titoli rappresentativi del capitale quotati, ed in particolare alle piccole e medie imprese, riconoscendo loro una serie di agevolazioni, anche fiscali, al pari delle società quotate a condizione che i titoli, ed i sottoscrittori, abbiano le caratteristiche fissate dall'art. 32 della L. 7 agosto 2012 n. 134 e successive

¹¹⁴ S.LUONI, *Obbligazioni: emissione, tutela degli obbligazionisti*, in *Bussola* www.ilSocietario.it, 2015; Cfr. FIORIO, *L'emissione delle obbligazioni*, in *Società per azioni. Costituzione e finanziamento*, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale* fondata da Bigiavi, Torino, 2013, p. 481

¹¹⁵ Cfr. art 2412, comma 2°, c.c. “Il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali.”

modifiche”¹¹⁶ La motivazione dietro a questo ragionamento si basa sul fatto che il risparmiatore che investe in obbligazioni quotate di società quotate è inserito all’interno di un contesto generale di controllo del mercato che si basa su sistemi di vigilanza e sorveglianza importanti, per esempio il controllo della Consob, e su una serie di obblighi di informazione e trasparenza. Con riferimento alle obbligazioni convertibili, invece, il motivo di esclusione dal limite è ravvisabile nell’intento del legislatore di incentivare il ricorso al capitale di rischio. La ratio dietro tale deroga si inserisce perfettamente nel contesto di modernizzazione del sistema finanziario delle società azionarie. L’esclusione di queste obbligazioni dal limite favorisce un ampliamento e una facilitazione all’accesso al mercato. Il limite all’emissione tutela il risparmiatore e il superamento di questo stesso è consentito nella misura in cui il titolo di credito venga surrogato con capitale di rischio.¹¹⁷ In conclusione, è previsto il superamento del limite “ quando ricorrono particolari ragioni che interessano l’economia nazionale, la società può essere autorizzata con provvedimento dell’autorità governativa, ad emettere obbligazioni per somma superiore a quanto previsto nel presente articolo, con l’osservanza dei limiti, delle modalità e delle cautele stabilite nel provvedimento stesso.”¹¹⁸

Con riferimento al confronto con gli strumenti finanziari partecipativi, il nostro ordinamento prevede la stessa disciplina delle obbligazioni anche per gli “strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società”¹¹⁹ anche se con una formula esplicativa di difficile interpretazione. “Secondo la dottrina si tratta di una norma “di chiusura” del sistema. La chiusura è visibile nell’idea che la disciplina del

¹¹⁶ S.LUONI, *Obbligazioni: emissione, tutela degli obbligazionisti*, in *Bussola* www.ilSocietario.it, 2015; Cfr. FIORIO, *L’emissione delle obbligazioni*, cit., p.489

¹¹⁷ Cfr. LUONI, *Le obbligazioni convertibili*, in *Società per azioni. Costituzione e finanziamento*, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale* fondata da Bigiavi, Torino, 2013, p. 579; Cfr. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012, p. 220

¹¹⁸ Art. 2412, comma 6°. c.c.

¹¹⁹ Cfr. art 2411, comma 3°, c.c. “La disciplina della presente sezione si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l’entità del rimborso del capitale all’andamento economico della società.”

prestito obbligazionario sia da applicarsi a tutti quei titoli, diversi dalle azioni e dalle obbligazioni, che implicano il rimborso del capitale a favore del sottoscrittore.

Considerando che negli ultimi anni le imprese italiane hanno aumentato notevolmente l'emissione di prestiti obbligazionari per gli investitori istituzionali nel mercato europeo, il regolamento di questi prestiti si è delineato secondo modalità differenti, tra le quali la presenza di clausole di scelta della giurisdizione e della legge inglese. Queste clausole hanno determinato una c.d. corrispondenza "naturale" tra la legge e la giurisdizione chiamata a redimere le controversie relative ai prestiti obbligazionari.¹²⁰ Tuttavia, tale corrispondenza non è simmetria perfetta tanto che si discute sull'effettiva legittimità del suo impiego in relazione a tutte le caratteristiche del prestito obbligazionario. In materia di controversie sui prestiti obbligazionari "La sussistenza della giurisdizione di uno Stato influenza anche la legge applicabile: in primo luogo, ogni giudice individua le norme di diritto privato internazionale rilevanti applicando la propria *lex fori*; inoltre, le considerazioni di opportunità sottese alla scelta dello Stato di consentire o meno che la propria giurisdizione in un determinato ambito sia disponibile dalle parti valgono normalmente anche per l'individuazione della legge applicabile in quello stesso settore. Di conseguenza, sovente — ma non necessariamente — il legame esistente tra un ordinamento e una certa materia è tale da giustificare la pretesa del primo di imporre non solo la propria giurisdizione ma altresì la propria legge (in senso più blando, quale criterio interpretativo, si pensi al considerando n. 12 del Regolamento Ce n. 593 del 17 giugno 2008 — c.d. Regolamento Roma I — sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, ove si afferma che la proroga di giurisdizione a favore di un determinato organo giurisdizionale è « uno dei fattori di cui tener conto nello stabilire se la scelta della legge risulta in modo chiaro »). Rinviando la trattazione relativa alla legge applicabile, bisogna anzitutto concentrarsi sull'ammissibilità degli accordi sulla giurisdizione per le controversie in materia di prestiti obbligazionari emessi da società italiane quotate nello spazio

¹²⁰Cfr. R. CAFARI PANICO, *Diritto internazionale privato inglese e "jurisdiction" con particolare riguardo ai rapporti di famiglia*, Padova, 1979

europeo.”¹²¹ Sul discorso della competenza giurisdizionale l’ordinamento comunitario lascia autonomia alle parti, consentendo loro di stabilire il giudice competente in via esclusiva a sapere dinamiche del rapporto contrattuale non riconducibili a “competenze esclusive”¹²². In realtà, le norme europee non fanno espresso riferimento ai prestiti obbligazionari e quindi risulta compito dell’interprete capire se il fenomeno, integralmente o per alcuni suoi aspetti, possa essere sussumibile in altre previsioni. Le norme stabiliscono, infatti, che “ in materia di validità delle decisioni degli organi societari hanno competenza esclusiva le autorità giurisdizionali dello Stato ove la società ha sede (e dunque, nei casi in argomento, i giudici italiani). L’interrogativo investe allora la qualifica societaria degli “organi” la cui origine è legata ex lege all’emissione del prestito (assemblea degli obbligazionisti e rappresentante comune).”¹²³ Si tratta naturalmente di una questione di ambigua e difficile interpretazione che, a seconda del punto di vista preso in esame, assume una diversa connotazione. Ciò che è importante capire è cosa abbia voluto intendere il legislatore comunitario con “organi sociali” dei prestiti obbligazionari dal momento che non ne viene data una chiara identificazione.¹²⁴ “ Vi è, invece, un consolidato orientamento della Corte di Giustizia che prescrive un’interpretazione restrittiva delle norme sui fori esclusivi , in quanto deroghe eccezionali al foro generale: esse, pertanto, non possono essere estese oltre i limiti espressamente sanciti , che tuttavia non sono specificati dalla Corte: la loro individuazione in concreto è rimessa all’ordinamento del luogo di incorporazione della società che, pretendendo l’applicazione della propria legge in ragione del carattere fortemente nazionale della materia, risulta l’unico competente a delinearne contenuto ed estensione.”¹²⁵ In generale il discorso sulla questione è estremamente controverso e sono tante le tesi e gli orientamenti a cui è possibile fare riferimento sotto innumerevoli punti di vista dell’argomento. La conclusione

¹²¹ M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, in *Riv. Soc.*, IV, 2015, p.619 s.

¹²² Cfr. art. 23, comma 1°, Reg. Bruxelles I; art. 25, comma 4°, Reg.Bruxelles I-bis

¹²³ M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, *cit.*, p. 621 s.

¹²⁴ Cfr. art. 22, comma 1°, n.2, Reg. Bruxelles I; art. 24, comma 1°, n.2, Reg. Bruxelles I-bis

¹²⁵ M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, *cit.*, p. 623 s.

che si può fare per chiudere il ragionamento è, però, la seguente: “per le azioni concernenti la validità delle decisioni dell’assemblea degli obbligazionisti e i poteri e doveri ad essa attribuiti non possono ritenersi valide le clausole di proroga della giurisdizione e della legge italiana. Il giudice inglese eventualmente adito dovrà dunque dichiararsi incompetente, trattandosi di materia riservata alla giurisdizione esclusiva italiana, sottratta disponibilità delle parti e inderogabilmente sottoposta alla legge italiana. Discorso analogo vale anche per il rappresentante comune in occasione di procedure concorsuali; nell’ordinaria operatività sociale invece la sua presenza non appare indispensabile. Qualora tuttavia si proceda alla sua elezione, i poteri ad esso attribuiti dalla legge italiana, e stabiliti non solo nell’interesse degli obbligazionisti, ma anche in quello della società, inducono a ritenere comunque inderogabile la sua disciplina e soggetta anch’essa alla giurisdizione italiana.”¹²⁶

¹²⁶ *Ivi.*, p 655 s.

III L'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi e la loro disciplina con particolare riferimento alle differenze con gli strumenti finanziari obbligazionari

Sommario: 1. Inquadramento generale degli s.f.p. – 2. Diritti dei sottoscrittori di s.f.p. e differenze sostanziali di questi strumenti rispetto alle obbligazioni – 3. Emissione degli s.f.p.: analisi e confronto con le obbligazioni

1. Inquadramento generale degli s.f.p.

Accanto alla figura degli strumenti tradizionali, azioni e obbligazioni, sono stati introdotti negli anni (a seguito della riforma del diritto societario del 2003) gli strumenti finanziari “ibridi”. La caratteristica di questi strumenti è rappresentata da una collocazione mediana tra le normali azioni e obbligazioni, tanto da essere definiti spesso con il termine inglese di titoli “quasi equity” o “quasi debt”. Nella più ampia categoria di questi strumenti finanziari assumono particolare importanza gli strumenti finanziari partecipativi, i quali hanno rappresentato la nascita di una forma di finanziamento nuova per le società e un generale approccio alle questioni di provvista finanziaria più ampio e flessibile rispetto al passato. Nel ricostruire la fattispecie degli s.f.p. “ occorre partire dalla sedes materiae delle disposizioni in tema di SFP, collocate all'interno delle norme in materia di azioni (i.e. nella Sez. V, significativamente rubricata “Delle azioni e di altri strumenti finanziari partecipativi”), ove l'art. 2346 al comma 6 introduce la possibilità di prevedere strumenti finanziari da emettersi a fronte di un apporto da parte di soci o di terzi, anche di opere o servizi, dotati di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti”¹²⁷ Un altro importante fulcro normativo è rappresentato dalla previsione del codice che prevede il titolare di uno strumento finanziario partecipativo possa avere diritto di voto su argomenti specificatamente indicati.¹²⁸ La legge lascia ampio spazio di autonomia allo statuto

¹²⁷ F.INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza*, in *Le Società*, III, 2022, p.374

¹²⁸ Cfr. art. 2351, comma 5°, c.c. “ *Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente*

delle società nella definizione del contenuto degli s.f.p. sia in riferimento all'emissione, sia in riferimento ai diritti a essi legati, sia in riferimento a sanzioni per l'inadempimento e alle prestazioni, nonché alla legge di circolazione.¹²⁹ “ Il modo quasi lapidario con il quale il legislatore ha tentato di definire e regolamentare gli strumenti finanziari trova una sua giustificazione nel fatto che, con ogni probabilità, proprio questa fosse la sua reale volontà, tesa a lasciare alla regolamentazione pattizia la declinazione e la modulazione dei contenuti e delle specificità dei predetti strumenti finanziari, in stretta armonia con quanto previsto per le azioni e le obbligazioni. E' appena il caso di sottolineare come l'espressione partecipativi non stia a significare che gli strumenti partecipino al capitale sociale, ossia concorrano alla formazione del capitale di rischio, ma, all'opposto, che il loro apporto debba essere considerato come debito della società nei confronti dei sottoscrittori, sia nel caso in cui la restituzione sia certa, sia nel caso opposto, in cui la restituzione dipenda, in tutto o in parte, dall'andamento economico della società. Giova, altresì, sottolineare che non tutti gli strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali o amministrativi emessi dalle società per azioni dovranno rientrare necessariamente nella categoria di cui all'art. 2346, comma 6, c.c., potendo esistere (ed esisteranno) altri strumenti atipici aventi una loro specifica regolamentazione. Il legislatore, nonostante l'obiettivo di ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale non poteva non tener conto dei vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria che imperativamente vieta il conferimento di opere e servizi. Con questo vincolo ma anche per superare questo vincolo, è rimasta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opere o servizi, emetta strumenti finanziari”¹³⁰

Nell'esaminare le numerose differenze di questi strumenti con le obbligazioni, occorre contestualmente specificare che gli s.f.p. non sono né obbligazioni, né azioni. Gli strumenti finanziari partecipativi non contribuiscono alla formazione del

indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.”

¹²⁹Cfr. F.SIGNORELLI, *Strumenti finanziari partecipativi*, Bussola in www.ilSocietario.it, 2017

¹³⁰ F.SIGNORELLI, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit.

capitale sociale, pur contribuendo ad accrescere il patrimonio sociale, poiché la loro titolarità non comporta, in nessun caso, la qualifica di azionista della società. La distinzione più difficile risulta essere proprio quella tra obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi perché, in entrambi i casi, c'è il riferimento ad un apporto di capitale non configurabile come capitale sociale. A conclusione di questo ragionamento, occorre soffermarsi sull'idea che ogni concetto di "confine" fra le varie fattispecie degli strumenti finanziari è, ormai, questione difficile e controversa perché il "nuovo" diritto societario post riforma ha reso tutte queste distinzioni sempre più sfumate e sottili. " Per quanto riguarda gli apporti, la legge non ha dettato particolari condizioni o vincoli, limitandosi ad affermare che la società può emettere strumenti finanziari a seguito dell'apporto di soci o di terzi anche di opera o di servizi. Il parallelismo con le società a responsabilità limitata è immediato, posto che in esse possono essere conferiti tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica, ivi incluse, si capisce, le prestazioni d'opera o di servizi, in un rapporto di genere a specie. Se, pertanto, quest'ultima amplissima possibilità è applicabile alle società a responsabilità limitata in sede di conferimento, non si vede perché altrettanta elasticità debba essere negata in sede di sottoscrizione di strumenti finanziari nelle società per azioni, tenuto conto che la ratio sottostante è, chiaramente, permettere alle società per azioni di acquisire ogni utilità possibile, senza entrare in conflitto con i vincoli comunitari che vietano espressamente i conferimenti di beni e servizi. Potranno, pertanto, essere ricomprese, oltre le prestazioni di opera e servizi, tutte le utilità di qualsiasi genere per il conseguimento dell'oggetto sociale, quali gli obblighi di non fare come, ad esempio, l'obbligo di non concorrenza; il buon nome del sottoscrittore, considerato idoneo ad incrementare la reputazione dell'impresa; prestazioni a carattere continuativo o periodico; prestazioni professionali, *know how*, prestazioni di garanzia."¹³¹ Come sopra specificato, la legge non prevede limiti specifici per l'apporto o caratteristiche determinate, poiché vige un generale principio di autonomia privata con riferimento a questo tema. Tale autonomia mette in luce la natura "ibrida" degli s.f.p. , in

¹³¹ *Ibidem*

considerazione del fatto che la società è libera di decidere se l'apporto debba essere fatto a titolo perduto o con diritto alla restituzione totale o parziale del capitale, ed è evidente, quindi, che la scelta dell'autonomia privata determina la natura "quasi equity" o "quasi debt" dello strumento finanziario. L'apporto a fondo perduto, pur confluendo nel patrimonio sociale della società, si differenzia in maniera netta dal conferimento per la mancata previsione di attribuzione di azioni. La differenza, qui di sopra citata, determina la mancata necessità di tutela "dell'effettività del capitale" a seguito dell'apporto e giustifica alcune previsioni normative. La mancata capitalizzazione dell'apporto è la ragione della norma che consente la costituzione dell'apporto anche tramite opere e servizi e che non consente medesima libertà per i conferimenti imputati a capitale sociale.¹³² A questo proposito, occorre precisare che l'apporto di opere e servizi è previsto anche in assenza di garanzia, la quale, invece, è richiesta per i conferimenti nelle società a responsabilità limitata che, pur prevedendo il conferimento tramite opere e servizi richiedono una specifica garanzia a riguardo.¹³³ La mancata capitalizzazione dell'apporto è la ragione dell'assenza dell'obbligo di perizia per i beni in natura, con il fine di garantire il valore effettivo ad essi assegnato ed, infine, è anche la ragione del fatto che le utilità economiche (di qualunque tipo esse siano anche il semplice *know-how*) possono comporre l'apporto, concessione, invero, assolutamente non prevista per i conferimenti. In conformità con la volontà di analizzare in che modo, tramite gli strumenti finanziari partecipativi, il legislatore sia riuscito ad ampliare in termini pratici i mezzi di finanziamento a disposizione delle società azionarie, esaminiamo quali caratteristiche degli s.f.p. sono più "accattivanti" per gli investitori e per quale motivazione. Il divieto assoluto di conferimento di opere e servizi rende il ricorso agli s.f.p. con apporto di opere e servizi uno strumento valido per sostituire il ricorso

¹³² Cfr. art. 2342, comma 5°, c.c. " *Non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni di opera o di servizi.* " ; Cfr. V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società, cit.*, p. 464

¹³³ Cfr. art. 2464, comma 6°, c.c. " *Il conferimento può anche avvenire mediante la prestazione di una polizza di assicurazione o di una fideiussione bancaria con cui vengono garantiti, per l'intero valore ad essi assegnato, gli obblighi assunti dal socio aventi per oggetto la prestazione d'opera o di servizi a favore della società. In tal caso, se l'atto costitutivo lo prevede, la polizza o la fideiussione possono essere sostituite dal socio con il versamento a titolo di cauzione del corrispondente importo in danaro presso la società.* "

alle azioni con prestazioni accessorie (tenuto conto delle differenze di trattamento e disciplina che incorrono in relazione ad uno e all'altro strumento).¹³⁴ La possibilità di porre come apporto un qualsiasi tipo di utilità economica, invece, potrebbe rappresentare un'alternativa al ricorso al capitale di rischio, in luce del fatto che molti investitori potrebbero essere interessati all'andamento della società e ai suoi risultati “a fronte di una contribuzione che non potrebbe strutturalmente essere alla base di un rapporto partecipativo azionario in senso proprio.”¹³⁵

Quando gli strumenti finanziari partecipativi sono particolarmente riconducibili alle caratteristiche proprie del capitale di rischio, risulta rilevante occuparsi della problematica relativa alla rilevazione contabile dei medesimi. “Nella recente esperienza applicativa prevale l'uso degli SFP quali strumenti di puro “equity”, ove i medesimi vengono emessi a fronte di apporti in denaro (ovvero, di conversione di crediti) versati per accrescere il patrimonio dell'impresa, dotandola di capitale di rischio: in questi casi, di regola, i titolari di SFP vengono remunerati prioritariamente rispetto agli altri azionisti, ma in via subordinata rispetto ai creditori sociali, con un ritorno economico atteso in funzione degli utili sociali o, in alcuni casi, in funzione dei proventi rivenienti da alcune specifiche attività e, quindi, senza previsione di rimborso dell'apporto. Sul piano contabile, a fronte dell'emissione di SFP e del conseguente incremento patrimoniale, viene iscritta in bilancio una riserva rappresentativa del valore dell'apporto”.¹³⁶ Questo discorso si riconduce alla ricostruzione maggiormente affermata in dottrina secondo la quale “gli SFP sono suscettibili di liberare apporti di capitale di rischio (quindi non restituibili ad una determinata scadenza, ma suscettibili di partecipare alle perdite della società) anche se sottoscritti da soggetti diversi rispetto ai soci; di conseguenza, considerato che l'appostazione contabile nient'altro è che il riflesso

¹³⁴ Cfr. art 2345, comma 1°, c.c. “ *Oltre l'obbligo dei conferimenti, l'atto costitutivo può stabilire l'obbligo dei soci di eseguire prestazioni accessorie [2519] non consistenti in danaro(1), determinandone il contenuto, la durata, le modalità e il compenso, e stabilendo particolari sanzioni per il caso di inadempimento. Nella determinazione del compenso devono essere osservate le norme applicabili ai rapporti aventi per oggetto le stesse prestazioni.* ”

¹³⁵ V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società, cit.*, p. 465

¹³⁶ F.INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza, cit.*, p. 376 s.; Cfr. M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, p. 1323 ss.

della natura giuridica, la somma corrispondente al controvalore in denaro dell'apporto va inserita contabilmente (non tra i debiti, ma) in una apposita riserva (c.d. "targata") del patrimonio netto, in relazione alla quale si pone il problema di stabilire quale sia la disciplina, in particolare per quanto concerne l'utilizzabilità a copertura delle perdite della società" La questione che emerge sul tema, prima di essere di natura contabile, si configura come vero e propria questione di diritto societario. Il problema riguarda la modalità con cui identificare la rilevazione delle perdite dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi rispetto alle perdite dei soci. Se, da una parte, si è indotti a pensare che il "il sistema del netto" preveda che le riserve sono poste, in primo luogo, al supporto delle perdite piuttosto che del capitale, rimane, ancora oggi, tesi prevalente quella che prevede che i soggetti non soci non possono supportare il rischio d'impresa prima ancora dei soci stessi.¹³⁷ " Per risolvere tale impasse sono state elaborate dalla dottrina varie soluzioni: da quella secondo cui la "riserva targata" a favore di SFP dovrebbe essere erosa solo dopo la riserva legale (e perciò utilizzata a copertura di perdite come ultima tra le riserve), a quella per cui la riserva si eroderebbe "pari passu" col capitale, a quella secondo cui i portatori di SFP sarebbero comunque postergati nella sopportazione delle perdite rispetto ai soci - i.e. le perdite potrebbero intaccare la riserva solo dopo l'esaurimento del capitale sociale"¹³⁸ A questo proposito, l'argomentazione fondamentale su cui basarsi è quella per cui lo statuto della società si configura come fonte primaria della disciplina convenzionale degli s.f.p. Conseguentemente, il diritto alla restituzione dell'apporto risulta previsto solo nel caso in cui sia espressamente stabilito dalle parti quindi, in caso contrario, si ha una partecipazione alle perdite dello strumento finanziario. In relazione alla questione specifica degli s.f.p. e del loro coinvolgimento nelle perdite d'impresa è opportuno evidenziare che il tema ha particolarmente interessato la giurisprudenza. "I principali profili problematici che hanno interessato i giudici sono: la possibilità di emettere SFP con caratteristiche di capitale di rischio e quello interconnesso della rappresentazione

¹³⁷ Cfr. A. VALZER, Commento all'art. 2346, comma 6, in *Commentario alla s.p.a.*, diretto da P. Abbadessa - G.B. Portale, Milano, 2016, p. 487 ss.

¹³⁸F.INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza, cit.*, p. 377

contabile dei medesimi nel bilancio della società emittente; se tali strumenti possano comportare l'esposizione ad un rischio economico superiore a quello dei soci, da cui il problema del come graduare la partecipazione alle perdite subite dall'emittente degli strumenti finanziari partecipativi rispetto alle azioni.”¹³⁹ Nel 2016 il Tribunale di Napoli alla sezione impresa è stato chiamato a pronunciarsi in merito ad una clausola statutaria riguardante la conversione degli s.f.p., con caratteristiche analoghe al capitale di rischio, in azioni ordinarie. Il presupposto secondo il quale fosse escluso il diritto al rimborso dell'apporto spinge questi strumenti verso il concetto di “equity” o, comunque, “quasi equity” e, conseguentemente, l'apporto di questi ultimi viene contabilizzato come “riserva apporti di strumenti finanziari” la quale si riferisce ad una riserva del patrimonio netto della società. Da qui, occorre capire come regolamentare tale tipo di riserva in riferimento al discorso delle eventuali perdite della società emittente e della relativa capacità delle medesime di influenzare la capitalizzazione degli strumenti finanziari partecipativi in sede di conversione in azioni ordinarie. Il tribunale di Napoli “nell'interpretazione dell'istituto degli SFP aderisce all'orientamento dominante che ritiene lecita (e possibile) l'emissione di SFP a fronte del reperimento di provvista di capitale di rischio, individuando nello statuto della società la fonte negoziale della disciplina degli SFP. Spetta perciò alla volontà dei soci determinare le caratteristiche ed il contenuto degli SFP (in primis quelle relative alla causa degli apporti a fronte dell'emissione, configurabile sia come capitale di rischio sia come capitale di credito), per cui la natura degli strumenti potrà oscillare tra una funzione finanziaria ed una più vicina a quella dei conferimenti(c.d. capitale di rischio)”¹⁴⁰ Un ulteriore aspetto interessante sul tema degli s.f.p. alla prova della giurisprudenza è quello che ha visto la giurisprudenza esprimersi sulla disciplina e applicazione degli strumenti finanziari partecipativi nelle operazioni di *restructuring* del debito, in modo particolare quello bancario, e

¹³⁹ *Ibidem*

¹⁴⁰ F.INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza*, cit., p. 378; Cfr. Trib. Napoli, Sez. Impr., 24 febbraio 2016, ord. , in *Notariato*, 2016, p. 268 ss.

quello che visto la giurisprudenza esporsi, in linea generale, riguardo le tecniche di composizione della crisi d'impresa.¹⁴¹

Per concludere l'inquadramento sugli strumenti finanziari partecipativi occorre parlare degli s.f.p. a favore dei prestatori di lavoro, dell'assemblea dei sottoscrittori di s.f.p. , dei patrimoni destinati degli strumenti finanziari partecipativi di partecipazione all'affare e dell'indicazione all'interno della nota integrativa del bilancio d'esercizio. La legge prevede l'esistenza di una categoria speciale di strumenti finanziari partecipativi in favore dei prestatori di lavoro della società emittente o di società controllate dall'emittente. Tale predisposizione normativa si annovera in un insieme di disposizioni di "incentivazione" e "fidelizzazione" dei lavoratori.¹⁴² " La legge sgombera ogni dubbio in relazione all'organo competente a decidere l'emissione, stabilendo che la competenza spetti all'assemblea straordinaria perché – sembra la ragione assolutamente più plausibile – l'operazione non ha una valenza sinallagmatica (se non meramente indiretta) ma, all'opposto, è compiuta con spirito di liberalità, necessitando, pertanto, di ogni cautela possibile. L'assemblea straordinaria stabilirà norme particolari: riguardo alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti; alla possibilità di trasferimento; alle eventuali cause di decadenza o riscatto. I due diversi incipit ("Se lo statuto lo prevede", di cui al comma 1 e "L'assemblea straordinaria può altresì deliberare", di cui al comma 2 dell'art. 2349 c.c.) sembrerebbero, almeno prima facie, escludere che l'emissione degli strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro debba sempre essere prevista dallo statuto (che dovrebbe dettare i principi generali), sembrando che le due disposizioni siano tra loro indipendenti. [...] Tuttavia, forse, tale problema rischia di essere una pura disquisizione accademica oppure un problema ozioso, tenuto conto del fatto che l'assemblea straordinaria, comunque necessaria, potrebbe, preventivamente, introdurre norme generali statutarie prodromiche all'emissione

¹⁴¹ Cfr. Cass. 18 gennaio 2018, n. 1181, in *One LEGALE* www.onelegale.wolterskluwer.it; Trib. Ravenna, Sez. Fall., 29 maggio 2020, in *DeJure e in Fall.*, 1, 2021, p. 83 ss.; Cfr. F.INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza*, cit., p. 380; Cfr. F. SIGNORELLI, *Strumenti finanziari e tecniche di composizione della crisi d'impresa*, in www.ilFallimentarista.it, 2020

¹⁴² Cfr. art. 2349 c.c.

vera e propria. Il già segnalato termine assegnazione, usato (non alternativamente ma) in sostituzione di apporto (di cui all'art. 2346, comma 6, c.c.), rende palese il fatto che gli strumenti finanziari vengano attribuiti a titolo gratuito e non come retribuzione.”¹⁴³ Con riferimento all’assemblea, invece, “l’art 2376 c.c. prescrive che se esistono diverse categorie di (azioni o) strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell’assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall’assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata. [...] E’ solo il caso di aggiungere che, nella specie, è dubbio se il riferimento ai soli s.f.p. che conferiscono diritti amministrativi debba essere inteso come indicazione normativa imperativa delimitativa o se possa invece essere interpretato fino ad estendere l’obbligo di istituire un’assemblea speciale anche in presenza dei soli diritti patrimoniali.”¹⁴⁴ Per il tema della destinazione a specifico affare, invece, è prevista “la possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione all’affare, con la specifica indicazione dei diritti che attribuiscono.”¹⁴⁵ La spiegazione della norma sulla nascita dei patrimoni destinati ad uno specifico affare è riconducibile a tutte quelle situazioni in cui l’impresa si trova di fronte ad investimenti rischiosi o incerti che non vuole o non può sostenere se non entro determinati limiti, oppure nei casi in cui l’operazione è talmente onerosa da non poter essere pragmaticamente sostenuta senza l’aiuto di finanziatori esterni. Prima di tale innovazione la società poteva andare incontro alle proprie esigenze in queste circostanze grazie alle operazioni finanziarie tradizionali come, ad esempio, il prestito obbligazionario, i finanziamenti garantiti da pegno o ipoteca e la formazione di società controllate di tipo *joint venture*.

Infine, in riferimento al bilancio d’esercizio, la legge prevede che la nota integrativa debba contenere al suo interno “il numero e le caratteristiche degli altri strumenti finanziari emessi dalla società, con l’indicazione dei diritti patrimoniali e

¹⁴³ F.SIGNORELLI, *Strumenti finanziari partecipativi*, Bussola in www.ilSocietario.it, 2017

¹⁴⁴ V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società, cit.*, p. 474 s.

¹⁴⁵ Art. 2447-ter, comma 1°, lett. e, c.c.

partecipativi che conferiscono e delle principali caratteristiche delle operazioni relative”¹⁴⁶

2. Diritti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi e differenze sostanziali di questi strumenti rispetto alle obbligazioni

La legge prevede che sia rimessa all'autonomia statutaria qualsiasi previsione riguardo al contenuto dei diritti patrimoniali e amministrativi dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi stabilendo che è compito dello statuto decidere in materia di diritti derivanti da questi strumenti, modalità e condizioni per l'emissione, legge di circolazione e sanzioni per mancato adempimento delle prestazioni. Per quanto concerne le differenze sostanziali tipologiche tra la fattispecie obbligazionaria, ampiamente sopra descritta, e la fattispecie degli s.f.p., occorre fare riferimento ad alcuni importanti orientamenti di disciplina in merito. Secondo un primo orientamento “sarebbero s.f.p. tutti gli strumenti che conferiscono un qualsiasi diritto amministrativo (a prescindere dalla natura dei diritti patrimoniali e, dunque, quand'anche conferissero un diritto al rimborso incondizionato del capitale) o diritti patrimoniali a contenuto aleatorio (e senza diritto al rimborso incondizionato del capitale); sarebbero quindi obbligazioni solo quegli strumenti che conferiscano un diritto incondizionato al rimborso del capitale non accompagnato dall'attribuzione di diritti amministrativi; in caso di attribuzione di un diritto al rimborso condizionato, si avrebbe la figura degli strumenti finanziari “quasi-obbligazionari” di cui art 2411, comma 3, c.c. e in tal caso a prescindere dalla presenza o meno anche di diritti amministrativi”.¹⁴⁷ Secondo un secondo orientamento, invece, sarebbero da considerarsi strumenti finanziari partecipativi tutti quei tipi di strumenti con attribuiscono un diritto di tipo “partecipativo”. Con il termine partecipativo intendiamo un qualunque diritto amministrativo partecipativo della gestione o anche, un qualunque diritto patrimoniale che prevede un contenuto aleatorio partecipativo al rischio di impresa. Questa definizione

¹⁴⁶ Art. 2427, comma 1°, n.19, c.c.

¹⁴⁷ V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, cit., p. 377 s.

presuppone che siano da qualificarsi come strumenti finanziari partecipativi anche quegli strumenti a cui fosse attribuito, anche, un diritto al rimborso incondizionato del capitale. Secondo questa interpretazione, quindi, per il verificarsi della fattispecie obbligazionaria occorre la presenza di un diritto incondizionato al rimborso del capitale e la necessaria mancanza di ulteriori diritti amministrativi o patrimoniali che siano a contenuto aleatorio.¹⁴⁸ Dalla ricostruzione delle due interpretazioni, alla luce del fatto che ne sono state elaborate anche altre, è possibile dedurre che “ la differenza starebbe tutta nella presenza (nelle obbligazioni) o rispettivamente nell’assenza (negli s.f.p.) di un diritto incondizionato al rimborso del capitale in misura almeno pari al nominale, mentre sarebbe di per sé irrilevante l’eventuale conformazione aleatoria alla remunerazione del capitale e/o la presenza di diritti patrimoniali ulteriori a carattere aleatorio, così come sarebbe irrilevante l’attribuzione di diritti amministrativi. L’attribuzione di diritti amministrativi [...] dovrebbe reputarsi consentita solo agli s.f.p. e non anche alle obbligazioni, ma fermo restando che l’eventuale (indebita) attribuzione di diritti amministrativi a uno strumento finanziario che, comunque denominato, conferisca il diritto intangibile e incondizionato al rimborso del capitale non sarebbe sufficiente ad escludere che quello strumento finanziario abbia natura giuridica di obbligazione”¹⁴⁹. In conclusione, gli strumenti finanziari non sono né azioni né obbligazioni e per ribadire più approfonditamente il senso chiave di queste differenze è possibile affermare che le obbligazioni attribuiscono il diritto al rimborso del capitale prestato in maniera incondizionata senza possibilità di farlo dipendere dall’andamento economico della società (salva la possibilità di subordinarlo al soddisfacimento di altri creditori sociali). Gli strumenti finanziari partecipativi, invece, possono anche prevedere il subordinamento del diritto al rimborso all’andamento economico della società. Infine, come esplicitato precedentemente, il coinvolgimento dell’obbligazionista non sarebbe mai collegato ad una sua ingerenza nella gestione della società, mentre il coinvolgimento del sottoscrittore

¹⁴⁸ Cfr. V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, cit., p. 377 s.

¹⁴⁹ *Ivi*, p. 378 s.

di s.f.p., essendo legato alla presenza di diritti amministrativi e patrimoniali, può essere legato, in certi casi e in misura più o meno importante, alla gestione sociale.

Entrando nel merito della declinazione che possono avere i diritti patrimoniali e amministrativi per i sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, occorre affermare che i diritti patrimoniali possono prevedere la partecipazione agli utili d'impresa, come anche la remunerazione del capitale tramite interessi. L'ampiezza della formulazione della norma di legge in merito ai medesimi, porta all'esclusione di particolari limitazioni a priori e prevede un diritto d'opzione sull'emissione di ulteriori strumenti finanziari nonché di azioni. L'autonomia statutaria può stabilire che il diritto alla partecipazione degli utili nasca automaticamente dopo l'approvazione del bilancio d'esercizio senza necessità di una delibera assembleare, prevedendo anche la postergazione rispetto agli altri creditori sociali dei titolari di s.f.p. come accade per le obbligazioni. “L'art. 2411, comma 3, c.c., dispone che la (medesima) disciplina delle obbligazioni si applichi anche agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società, riferendosi, in tal modo, agli strumenti finanziari che concorrano al rischio d'impresa e che hanno sostanzialmente mutato la loro “pelle” da strumenti di debito a strumenti di rischio e che, pertanto, possono risentire di perdite societarie. Va da sé che applicandosi a questi particolari strumenti finanziari (tutta) la sezione VII – Delle Obbligazioni – ad essi si applicherà il limite all'emissione previsto dall'art. 2412 c.c., anche se non sono mancate opinioni contrarie. E' opportuno notare che sembrerebbe esistere una distonia del sistema che opera una singolare differenziazione fra strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi ai quali, ai sensi dell'art. 2376, comma 1, c.c., sarà applicabile il sistema assembleare delle assemblee speciali, mentre per tutti gli altri strumenti finanziari di rischio si applicherà il sistema assembleare evidenziato dall'art. 2415 c.c. (per gli obbligazionisti) con la presenza del rappresentante comune. Come giustamente è stato fatto osservare, si potrebbe porre il problema della scelta del regime applicabile qualora ci si trovasse di fronte ad uno strumento finanziario che assommi in sé sia le caratteristiche del primo gruppo (con diritti amministrativi), sia caratteristiche del secondo (strumenti di

rischio), sembrando soluzione migliore la prevalenza della disciplina che (non complessivamente ma) per ogni singolo aspetto è più favorevole.”¹⁵⁰ Una delle tematiche più dibattute è sicuramente quella riguardante il diritto di voto. La formulazione dell’art. 2346 esclude tassativamente la possibilità del diritto di voto nell’assemblea degli azionisti. Questa norma deve, però, essere interpretata insieme alla possibilità, prevista dalla legge, che gli strumenti finanziari partecipativi siano dotati di diritto di voto per questioni specifiche e di diritto di nomina, attraverso modalità stabilite dallo statuto, di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco.¹⁵¹ “ L’esclusione del voto nell’assemblea generale degli azionisti sembrerebbe suggerire che il diritto di voto su argomenti specifici così come pure la nomina di amministratori e sindaci possano essere esercitati soltanto nell’assemblea speciale ad essi riservata: così si esprime la Relazione e la dottrina maggioritaria. Tuttavia questa interpretazione suscita non poche perplessità e ciò prescindendo (volendo ricorrere all’interpretazione analogica) dalle disposizioni di cui agli artt. 2506-ter, comma 4, c.c., in tema di scissione e 2526, comma 2, c.c., in tema di cooperative, che sembrerebbero dare per implicito che il voto dei portatori di strumenti finanziari debba essere espresso nell’assemblea generale degli azionisti. Infatti far discendere dal divieto di voto nell’assemblea generale degli azionisti la conseguenza che il voto su argomenti specificamente indicati e la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco debbano essere riservati all’assemblea speciale, parrebbe una forzatura che deriva, primariamente, dal fatto che la predetta assemblea speciale (di cui all’art. 2376 c.c.) sembra deputata principalmente (se non esclusivamente) a deliberare su argomenti

¹⁵⁰ F.SIGNORELLI, *Strumenti finanziari partecipativi*, Bussola in www.ilSocietario.it, 2017; Cfr. MIGNONE, in Cottino-Bonfante-Cagnasso-montalenti (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, 2004, p. 250, nota 70

¹⁵¹ Cfr. art. 2351, comma 5°, c.c. “ *Gli strumenti finanziari di cui agli articoli 2346, sesto comma, e 2349, secondo comma, possono essere dotati del diritto di voto su argomenti specificamente indicati e in particolare può essere ad essi riservata, secondo modalità stabilite dallo statuto, la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco. Alle persone così nominate si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell’organo cui partecipano.*”

che pregiudicano i diritti dei sottoscrittori di strumenti finanziari (che conferiscono diritti amministrativi), non potendosi dilatarne la competenza in un modo talmente ampio da ricomprendere ogni ipotesi diversa da quella specifica prevista dalla legge. Ma non si tratta solo di questo, perché si aggiungerebbero anche gli inevitabili problemi di coordinamento tra l'assemblea speciale e l'assemblea generale degli azionisti, come nel caso in cui si debba procedere alla nomina (separata) di un amministratore o di un sindaco, per cui verrebbe meno il principio di unitarietà dell'organo assembleare, che esclude votazioni separate”¹⁵². Una possibile soluzione, circa questa tematica, potrebbe essere quella di rimettere allo statuto qualsiasi decisione riguardante la decisione circa il luogo in cui i titolari di strumenti finanziari partecipativi possono manifestare il loro diritto al voto su questioni specifiche. In conclusione, alla luce di una visione d'insieme del diritto societario, è possibile evincere che i titolari di s.f.p. dovrebbero esprimere il loro voto nell'assemblea degli azionisti su questioni specifiche e di nomina di un componente indipendente dell'amministrazione con contestuale evidente esclusione di voto pieno su qualsiasi altro argomento all'ordine del giorno. Per concludere il quadro occorre dare le motivazioni per le quali, al fine di individuare la fattispecie obbligazionaria, non risulta rilevante la presenza di diritti amministrativi partecipativi.¹⁵³ Per quanto riguarda gli s.f.p., contrariamente alle obbligazioni, la legge concede una piena libertà alla società emittente per la formulazione dei diritti patrimoniali prevedendo il conferimento di diritti patrimoniali aleatori e la partecipazione al rischio d'impresa. Il conferimento di diritti amministrativi, invece, è del tutto eventuale e non rappresenta quindi un elemento distintivo della fattispecie degli s.f.p., pur essendoci la possibilità che agli s.f.p. vengano attribuiti diritti di carattere amministrativo. La legge prevede che il conferimento di diritti amministrativi di gestione sociale sia previsto solo per azioni e strumenti finanziari partecipativi e non anche per le obbligazioni. I due profili delle azioni e degli s.f.p. sono legati da un nesso che spiega la ratio sottesa a questa previsione: la possibilità di partecipare alla gestione e al controllo sulla gestione

¹⁵² F.SIGNORELLI, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit.

¹⁵³ Cfr. F.SIGNORELLI, *Strumenti finanziari partecipativi*, cit.

dell'impresa è giustificata dalla partecipazione al rischio d'impresa. Questo nesso è fondamentale anche per comprendere l'enorme autonomia concessa allo statuto con riferimento agli s.f.p.¹⁵⁴ “I diritti patrimoniali di carattere “partecipativo” potrebbero variamente interferire con le posizioni soggettive dei soci, così come diritti partecipativi di tipo amministrativo potrebbero comportare una correlativa cessione di sovranità in favore degli s.f.p. e a scapito degli azionisti; la disciplina sulla tutela dei diritti dei sottoscrittori degli s.f.p.(incentrata sul meccanismo dell'assemblea speciale *ex art. 2376 c.c.* e del conseguente veto che questa è in grado di opporre alle deliberazioni della società che possano “pregiudicare” i diritti della categoria) trova nuovamente giustificazione proprio nella conformazione partecipativa (al rischio d'impresa e/o alla gestione dell'impresa) dei diritti conferiti agli s.f.p. e nel conseguente concreto pericolo che determinate deliberazioni dell'assemblea generale degli azionisti possano comportare un qualche “pregiudizio” a detti diritti”.¹⁵⁵ Il concetto di diritti partecipativi è altresì coerente con l'assenza di limiti legali all'emissione. In questo caso, contrariamente al discorso fatto sulle obbligazioni e sulla tutela dei creditori sociali, non risulta presente alcuna esigenza particolare di tutela dei sottoscrittori data l'assenza di previsione necessaria di rimborso integrale a scadenza del capitale prestato. Analizzando la questione dal punto di vista della fattispecie obbligazionaria, si evince che la competenza della deliberazione per l'emissione agli amministratori è giustificata dalla mancanza di previsione di diritti partecipativi amministrativi o patrimoniali che rendono le obbligazioni oggetto di particolare rilevanza statutaria. La protezione dell'obbligazionista si esaurisce sul piano contrattuale ed è possibile affermare che i rimedi contrattuali sono sufficienti ai fini della risoluzione di problemi riguardanti le obbligazioni. Questo assunto spiega perché non sia prevista quella tutela per il rischio di deliberazioni pregiudicanti i diritti della categoria.¹⁵⁶

¹⁵⁴ Cfr. A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria di S.p.a.*, Milano, 2012

¹⁵⁵ V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società, cit.*, p. 383

¹⁵⁶ Cfr. art. 2376, comma 1°, c.c. “ *Se esistono diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi, le deliberazioni dell'assemblea, che pregiudicano i diritti di una di esse, devono essere approvate anche dall'assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata.*”

In riferimento al discorso sul fallimento delle società emittenti è opportuno ribadire che, quando si parla di strumenti finanziari partecipativi, l'intera disciplina è rimessa allo statuto della società e che, in caso di fallimento, le questioni sono ambigue e controverse. “ In caso di fallimento della emittente si discute sul trattamento dei sottoscrittori dei suddetti strumenti finanziari partecipativi; in particolare, sull'ammissibilità al passivo fallimentare del credito relativo al rimborso dell'apporto, in presenza del diritto al rimborso di quanto conferito, o sulla esclusione nel caso di partecipazione al rischio d'impresa.”¹⁵⁷ Nel 2020 il Tribunale di Bologna è stato chiamato ad esporsi sul tema e in maniera specifica è stato chiamato a decidere “ sull'opposizione allo stato passivo proposta dal titolare di strumenti finanziari partecipativi emessi dalla società fallita per la mancata ammissione del proprio credito concernente (tra gli altri) il rimborso di quanto apportato in sede di sottoscrizione dei medesimi – dopo aver precisato, preliminarmente, la natura ibrida dei suddetti strumenti finanziari.”¹⁵⁸ I giudici si sono espressi sulla questione del trattamento dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi in caso di fallimento della società sostenendo che la loro disciplina deve essere desunta dallo statuto o da un eventuale regolamento e, non anche, dalle normali norme contrattuali. Da tale previsione giurisprudenziale emerge il grado di volontà della società emittente di rendere i sottoscrittori partecipanti del rischio d'impresa. Questa volontà è confermata anche dal punto di vista contabile, attraverso la possibilità di imputazione degli apporti relativi agli strumenti finanziari partecipativi ad una riserva del patrimonio non distribuibile agli azionisti, non configurabile come debito della società e denominata “riserva da strumenti finanziari partecipativi”.¹⁵⁹ “ Come posta, la questione appare piuttosto lineare e, a prima vista, quasi scontata se si guarda alla soluzione offerta dal provvedimento. In assenza di altre indicazioni statutarie, il regolamento rappresenta la piattaforma convenzionale all'interno della quale ci si deve muovere per stabilire

¹⁵⁷ D.FICO, *Trattamento dei titolari di strumenti finanziari partecipativi in caso di fallimento della società emittente*, in *Quesiti Operativi* in www.ilFallimentarista.it, 2021; Cfr. G.GERBINI, *Gli strumenti di finanziamento ibrido nel fallimento della s.p.a emittente*, in www.ilFallimentarista.it, 2021

¹⁵⁸ *Ibidem*

¹⁵⁹ Cfr. Trib. Bologna, decreto 1 Gennaio 2020, in www.ilFallimentarista.it

le regole che disciplinano i rapporti tra titolare degli SFP e società emittente. Se non si sono verificate le condizioni per il rimborso in caso di dichiarazione d'insolvenza, questo deve essere escluso, con la conseguente e sostanziale cancellazione del debito, destinato a rivivere, si può aggiungere, solo in caso di ritorno in bonis della società insolvente, e quindi in ipotesi pressoché scolastiche, sempre nel rispetto di quelle condizioni.”¹⁶⁰ Questa conclusione, nella sua apparente semplicità, trae fondamento dalla natura stessa degli strumenti finanziari partecipativi quali strumenti per l'aumento delle possibilità di finanziamento per le imprese e per la diversificazione della raccolta di risorse economiche.

In riferimento al discorso sugli strumenti finanziari e le obbligazioni nel caso delle procedure concordatarie e al discorso sul conseguente ruolo di obbligazionisti e titolari di strumenti finanziari partecipativi, è opportuno affermare che le procedure di soluzione delle crisi d'impresa devono essere interpretate secondo l'opinione, ormai prevalente in dottrina, di un'idea di partecipazione “a un procedimento che conduce, con l'approvazione della proposta e l'omologazione definitiva, a una sorta di “transazione collettiva” fra tutti i soggetti interessati”¹⁶¹. Infatti, indipendentemente dai vari istituti, quali per esempio il concordato preventivo, il concordato fallimentare e l'accordo di ristrutturazione, l'obiettivo del legislatore è quello di allocare tra i vari soggetti coinvolti nella crisi d'impresa “ il “valore attuale”, come pure il “valore futuro” dell'azienda (...) come pure il valore sperato dei cespiti che costituiscono il patrimonio dell'insolvente”¹⁶² “ In particolare, è chiaro che il primo caso attiene alla liquidazione del patrimonio imprenditoriale e alla sistemazione delle pretese di tutti coloro che vantano diritti su di esso: laddove si tratta di decidere i tempi, i costi e l'entità dei termini della sua ripartizione, in un confronto dialettico tra il titolare dei diritti sui beni (l'imprenditore) e i titolari dei diritti ai beni (i creditori). Qui, fondamentalmente, il principio di base è quello legale della *par condicio creditorum* e, quantomeno in punto di diritto, tutti i

¹⁶⁰ P. POTOTSCHNIG, S. TREVISAN, *Disciplina e prova dei diritti portati dagli strumenti finanziari partecipativi*, in *Le Società*, XI, 2021, p. 1235

¹⁶¹ F. GUERRERA, *Struttura finanziaria, classi dei creditori e ordine delle prelazioni nei concordati delle società*, in *Dir. fall.*, 2010, p. 708

¹⁶² *Ivi*, p. 135

creditori possono verosimilmente ritenersi mossi dallo stesso interesse individuale: prendere il più possibile, nel minor tempo possibile”¹⁶³ Quando invece si fa riferimento alle crisi di tipo economico-finanziario, il problema risulta quello di trovare un bilanciamento tra le attività e i risultati dell’impresa e le fonti di finanziamento in modo tale da fare in modo che le prime coprano i debiti derivanti dalle seconde. Per questo tipo di crisi è previsto l’intervento sulle attività in sede fallimentare nel caso in cui l’impresa si trovi già in una condizione di incapacità di risposta verso il capitale di credito e sia necessario ripagare i debiti non cessando l’attività, bensì riorganizzandola. Nel caso in cui, invece, la crisi fosse ancora gestibile è possibile procedere in sede negoziale o concordataria ed è proprio in questa sede di negoziazione del credito che i creditori non risultano tutti uguali. L’espressione “obbiettivo comune dei creditori” risulta, pertanto, impropria e dubbia. L’elemento di vera comunanza tra i creditori non è l’obbiettivo perseguito, bensì la condizione stessa di essere un creditore e di dover sopportare il rischio derivante dalla medesima condizione.¹⁶⁴ Il posizionamento in merito alla questione è quindi diverso per soggetti obbligazionisti e soggetti titolari di strumenti “quasi-obbligazionari”.

3. Emissione degli strumenti finanziari partecipativi: analisi e confronto con le obbligazioni

Come spiegato in precedenza, la competenza in merito alla regolamentazione degli strumenti finanziari partecipativi è rimessa all’autonomia statutaria. Tuttavia, si discute sulla possibilità per lo statuto di demandare tale competenza all’organo competente per l’emissione in materia di emissione di tali strumenti. L’opinione prevalente in materia prevede che lo statuto o l’assemblea straordinaria nel momento della modificazione dello statuto debbano predeterminare la disciplina applicabile, mentre agli amministratori può essere affidata la sola scelta riguardante il momento e la misura per emettere s.f.p.. Secondo un altro orientamento, meno

¹⁶³ A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, in *Riv. Soc.*, I, 2014, p. 50 s.

¹⁶⁴ Cfr. F.M. MUCCIARELLI, *Riconoscibilità del centro degli interessi del debitore: una questione di punti di vista*, in *Giur. Comm.*, 2021

condiviso, non sarebbe consentito demandare agli amministratori solo le questioni riguardanti i diritti di carattere patrimoniale. La motivazione di tale regola è la medesima sopra citata, secondo la quale i diritti patrimoniali godono di una specifica tutela e hanno rilevanza statutaria derivata dalla loro possibile interferenza con la posizione soggettiva dei soci e, quindi, diritti partecipativi di tipo amministrativo potrebbero portare situazioni di svantaggio per i soci a causa di una probabile “cessione di sovranità”. Con riferimento alle modalità e condizioni per l’emissione “si deve però aggiungere che nel novero delle “modalità e condizioni” che lo statuto va a disciplinare deve essere inclusa anche l’individuazione dell’organo sociale competente a deliberare l’emissione. A tale proposito, lo statuto potrebbe optare per l’assemblea (ordinaria o straordinaria) o per l’organo amministrativo, a seconda che si ponga l’accento sulla natura “gestionale” della decisione o sul fatto che l’attribuzione di diritti “partecipativi” (soprattutto se di carattere amministrativo e con la massima enfasi in caso di diritto di voto o di nomina alle cariche sociali) potrebbe avere un impatto sulle prerogative dei soci.”.¹⁶⁵ Alla luce di quanto detto, è possibile schematizzare la questione affermando che l’assemblea straordinaria o lo statuto hanno la competenza sull’emissione degli s.f.p. stabilendo le modalità e le clausole della medesima emissione, i diritti conferiti, la legge di circolazione e le sanzioni in caso di inadempimento. L’organo amministrativo può essere investito di attività di carattere esecutivo. Una caratteristica importante che, secondo alcuni autori è possibile ricondurre agli strumenti finanziari partecipativi, è la “plasmabilità”. Tale connotazione si ricollega alle esigenze sottostanti l’emissione di questi strumenti che giustificano e spiegano le previsioni che ne determinano la loro regolamentazione.¹⁶⁶ Questa flessibilità e duttilità degli s.f.p. è ciò che ha condotto la dottrina a schierarsi in diversi orientamenti circa l’identificazione di questi strumenti: una parte li vede più simili alle obbligazioni mentre un’altra parte li

¹⁶⁵ V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società*, cit., p. 472

¹⁶⁶ Cfr. B. LONATO, G. TOMMASI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, un’alternativa per le s.p.a. per le s.r.l. ‘innovative’ e per le società quotate*, in www.ilsocietario.it, 2020

riconduce di più ad una forma di capitale di rischio.¹⁶⁷ Con riguardo ai diritti conferiti, è opportuno aggiungere che è prevista la possibilità di adottare soluzioni diverse nel caso di emissioni plurime, o di stabilire categorie diverse di s.f.p. dotate di diritti diversi nel caso di una singola emissione e la legge, nell'ambito di questi casi, prevede che ci siano assemblee speciali distinte per ogni categoria.¹⁶⁸

Lo statuto stabilisce anche le sanzioni in caso di inadempimento e, riguardo queste ultime, il riferimento è prevalentemente verso le prestazioni che hanno ad oggetto apporti di opere e servizi perché le medesime, non esaurendosi nell'atto della sottoscrizione, possono esporre ad un maggior rischio di inadempimento. Le sanzioni riguardo apporti in denaro o in beni in natura risultano necessarie perché nei casi di apporti in denaro, l'apporto potrebbe avvenire non nello stesso momento della sottoscrizione visto che per gli s.f.p., a differenza dei conferimenti, non è previsto l'obbligo del versamento iniziale in una data percentuale. Il ragionamento per l'apporto dei beni in natura è analogo, alla luce del fatto che, a differenza dei conferimenti in natura, in questo specifico caso non è prevista la "liberazione immediata". Le sanzioni possono essere di varie tipologie e possono spaziare dai rimedi di natura contrattuale (come ad esempio la clausola risolutiva espressa) ai rimedi di disciplina societaria.

Lo statuto della società decide anche in relazione alla legge di circolazione di questi strumenti, nel caso in cui la medesima sia ammessa e i titoli fossero, quindi, negoziabili. Quando gli strumenti finanziari partecipativi vengono negoziati nell'ambito dei mercati regolamentati, vale la disciplina della dematerializzazione obbligatoria.¹⁶⁹ In linea generale, i seguenti titoli possono essere trasferibili in toto o solo in parte secondo le modalità di svolgimento stabilite dallo statuto circa persone e regole. "Lo spunto più immediato relativo alle modalità di trasferimento sembra quello ricavabile dagli artt. 2346, comma 1 e 2355 cc., che regolamentano

¹⁶⁷ Cfr. P. SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I

¹⁶⁸ Cfr. art 2376, c.c.

¹⁶⁹ Cfr. art. 28, comma 1°, D. Lgs. 24 giugno 1998, n. 213 " *Gli strumenti finanziari negoziati o destinati alla negoziazione sui mercati regolamentati non possono essere rappresentati da titoli, ai sensi e per gli effetti della disciplina di cui al Titolo V, Libro IV, del codice civile.* "

la circolazione delle azioni, concedendo la facoltà che lo statuto possa escludere l'emissione dei relativi titoli o prevedere l'utilizzazione di diverse tecniche di legittimazione e circolazione, come, ad esempio, l'iscrizione nell'apposito libro tenuto a cura degli amministratori, sull'esempio di quello indicato dall'art. 2421, comma 1, n. 8 c.c., che richiama l'art. 2447sexies c.c., con riferimento ai (soli) strumenti finanziari emessi in relazione ai patrimoni separati. Come per le azioni, bisognerà distinguere se si tratta di strumenti nominativi o al portatore, ponendo mente al fatto, tuttavia, che l'obbligo della nominatività (ad eccezione delle azioni di risparmio emesse da società italiane con azioni ordinarie quotate in mercati regolamentati e le azioni emesse dalle SICAV) esiste solo per i titoli azionari, così come originariamente stabilito dall'art. 1 R.D.L. 25 ottobre 1941, n. 1148 e, successivamente, dall'art. 74 D.P.R. 29 settembre 1973, n. 600. Se al portatore (ed in applicazione dell'art. 2355, comma 2, c.c.), gli strumenti finanziari si potranno trasferire con la consegna del titolo, con ciò riecheggiando le disposizioni di cui all'art. 2003 c.c. anche per quanto riguarda la legittimazione in capo al portatore del titolo all'esercizio del diritto in esso menzionato. Se nominativi, si potranno, parimenti, applicare le disposizioni relative ai titoli di credito nominativi di cui agli artt. 2023 e 2022 c.c. (regolamentazione interamente applicabile alle azioni nominative in forza dell'art. 2355, commi 3 e 4, c.c.).¹⁷⁰

Un ultimo aspetto fondamentale concernente il tema dell'emissione degli strumenti finanziari partecipativi è quello sull'assenza di un diritto prioritario di sottoscrizione da parte dei soci. La legge, infatti, non prevede alcun tipo di priorità dei soci nella sottoscrizione di s.f.p. di nuova emissione a differenza della priorità generata dal diritto di opzione sulle azioni di nuova emissione. Una riserva *ex lege* di tale portata non sussiste nemmeno nel caso di strumenti finanziari partecipativi che conferiscono diritti amministrativi. Tuttavia, in virtù della rilevanza della volontà sociale in materia, occorre specificare che lo statuto, anche riguardo a ciò, può stabilire delle regole differenti.

¹⁷⁰ F.SIGNORELLI, *Strumenti finanziari partecipativi*, Bussola in www.ilSocietario.it, 2017

Un altro tema conclusivo sulla questione e interessante da esaminare è quello riguardante l'elemento consensualistico nell'interpretazione dei regolamenti di s.f.p. “Come sottolineato, nell'individuazione della disciplina applicabile agli strumenti finanziari partecipativi emessi dalla società fallita, la pronuncia in commento ha attribuito rilievo esclusivo al contenuto del regolamento degli SFP, oltre a quanto avrebbe potuto essere previsto nello statuto. Ora, non vi è dubbio che statuto e regolamento assurgano ad elemento centrale per ricostruire la disciplina di questi strumenti, ma è davvero corretto porre tali atti societari come esclusivo riferimento per ricostruire la volontà negoziale delle parti sottostante alla loro emissione e sottoscrizione?”¹⁷¹ Nel momento in cui avviene la sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi, si ha un incontro di volontà tra le parti e questa volontà si basa sul consenso delle parti. L'idea di volontà e consenso ci induce a ricondurre questo rapporto ad un qualcosa di non lontano dalla proposta contrattuale alla base di un prestito obbligazionario. In linea con quanto detto, i diritti e gli obblighi dei titolari di strumenti finanziari partecipativi derivano dal rapporto, di natura giuridica fra la società emittente e il sottoscrittore che decide di iniziare una relazione giuridica, con la società sulla base di un vincolo negoziale. “L'incontro delle volontà tra società e sottoscrittore si forma su una base negoziale il cui contenuto richiede di essere interpretato facendo ricorso ai tradizionali canoni ermeneutici per stabilire su quale disciplina le parti, e soprattutto il sottoscrittore, abbiano fatto affidamento nel prestare il loro consenso. Ecco che allora, pur in quel contesto di specialità che deriva da un titolo regolato dalla materia societaria, diviene difficile giustificare una pregiudiziale e radicale esclusione dei principi dettati in materia di obbligazioni, facendo assurgere il dettato letterale dello statuto o del regolamento ad esclusiva fonte negoziale del rapporto giuridico instauratosi tra società e sottoscrittore.”¹⁷² Alla luce di queste affermazioni alcuni autori sostengono che non sia poi così immediata la riconduzione degli strumenti

¹⁷¹ P. POTOTSCHNIG, S. TREVISAN, *Disciplina e prova dei diritti portati dagli strumenti finanziari partecipativi*, cit., p. 1237

¹⁷² *Ivi.*, p. 1238 s.; Cfr. M. TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 456 ss.

finanziari partecipativi alla natura di capitale di rischio, essendo tali strumenti, sulla base del tema del rapporto negoziale, più da vedere come debiti. Tuttavia, la vera conclusione a cui approdare è che, essendo numerosissimi gli orientamenti sulle considerazioni e riconduzioni degli s.f.p. più al capitale di rischio o più al capitale di debito, la materia in esame è talmente complessa e controversa che si espone, per sua stessa natura, a tesi e giudizi contrastanti.¹⁷³

In conclusione, confrontando gli strumenti finanziari partecipativi con le obbligazioni è possibile riassumere il quadro della questione evidenziando la differenza nella competenza all'emissione. L'organo competente all'emissione delle obbligazioni è il consiglio di amministrazione, predisposizione non rinvenibile, invece, per gli strumenti finanziari partecipativi. La ratio sottesa al sistema è quella per la quale l'emissione di obbligazioni, tranne nel caso delle obbligazioni convertibili, si configura come un atto di natura gestoria della società senza alcuna rilevanza statutaria a causa dell'assenza di diritti amministrativi o patrimoniali partecipativi. Al contrario invece, la natura partecipativa degli s.f.p. rende la loro disciplina completamente subordinata alla volontà sociale, proprio perché rilevare la loro emissione come funzione gestoria della società potrebbe recare danno ai soci. L'elemento più esemplificativo di questo discorso è rappresentato dalla presenza di limiti all'emissione nel caso delle obbligazioni e dall'assenza di questi stessi limiti in caso di strumenti finanziari partecipativi. Le ragioni di tutela e garanzia del diritto incondizionato al rimborso del capitale prestato, che hanno spinto il legislatore a porre limiti quantitativi all'emissione degli strumenti obbligazionari, non sussistono allo stesso modo per gli s.f.p. in virtù dei diritti a carattere partecipativo conferiti da questi ultimi.

¹⁷³ Cfr. S. DI NOLA, *Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari "a tutto rischio"*, in *Giur. Comm*, IV, 2017; Cfr. M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari partecipativi: confine delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca Borsa e tit. cred.*, 2003

Conclusione

La tematica riguardante il finanziamento delle società per azioni è sicuramente ampia e complessa perché le società per funzionare hanno bisogno di capitali e il fabbisogno finanziario può avere origine diversa. La prima differenza a cui bisogna riferirsi è, senza dubbio, quella fra capitale proprio e capitale di terzi e capitale di rischio e capitale di credito. Il termine capitale di terzi fa riferimento a tutte quelle forme di capitale che la società deve restituire a chi lo ha prestato entro una certa scadenza. Quando, invece, parliamo di capitale proprio ci riferiamo a quel capitale che è “proprio” della società nel senso di “vincolato” alla medesima. Il capitale proprio è forma di capitale di rischio. Il rischio deriva dal fatto che questo tipo di capitale viene immesso nella società al momento della sua costituzione dai soci e non prevede alcun tipo di rimborso entro una data determinata. I soci, tramite l'immissione di questo capitale, effettuano il c.d. conferimento ed entrano a far parte della compagine sociale. Il socio ha diritto alla partecipazione agli utili d'impresa e, quindi, la sua remunerazione dipende dall'andamento economico e dai risultati della società. La rappresentazione della partecipazione sociale nelle spa è rappresentata dall'azione. Le azioni sono espressione principale del capitale di rischio e i titolari di questi strumenti prendono il nome di azionisti. Gli azionisti sono i soci e godono di particolari diritti amministrativi e patrimoniali, come la possibilità di partecipare alla gestione della società e la partecipazione agli utili. Il capitale di terzi può essere quello derivante da clienti o fornitori o quello dei prestiti obbligazionari a medio lungo termine. Quando parliamo, però, di finanziamento tramite capitali di terzi ci riferiamo in modo particolare al finanziamento a medio-lungo termine e quindi al prestito obbligazionario. Un aspetto fondamentale quando parliamo di finanziamento delle società è quello concernente l'equilibrio tra capitale proprio e capitale di terzi, la corretta misura per il ricorso all'indebitamento e l'adeguatezza del sistema finanziario. Gli amministratori di una società hanno il difficile compito di garantire l'adeguatezza degli assetti organizzativi e il passaggio fondamentale ai fini del ragionamento è proprio di capire se tale adeguatezza debba riguardare anche gli assetti finanziari. Nonostante le significative differenze tra

obbligazioni e azioni, questi due strumenti presentano, sotto certi punti di vista, anche una comunanza di disciplina. Nel corso del tempo si è assistito ad un graduale sfumarsi dei confini fra queste due fattispecie e le novità più rilevanti riguardo questo tema si devono alla riforma del diritto societario del 2003. Tale riforma ha rappresentato un significativo punto di svolta del diritto societario allineandolo sempre di più a quel contesto europeo di modernizzazione che si faceva sempre più forte in quegli anni e che ha portato alla nascita del mercato unico europeo. Tra le varie novità introdotte dalla riforma, tra le più importanti c'è sicuramente la nascita degli strumenti finanziari partecipativi. Gli s.f.p. sono strumenti finanziari "ibridi" con caratteristiche mediane tra le azioni e il tradizionale prestito obbligazionario. Alla luce del fatto che gli s.f.p. non comportano, in nessun caso, il sopravvenire della qualifica di azionista della società, è importante capire in che modo questi strumenti differiscano dalle obbligazioni.

Le obbligazioni, pur mancando di una chiara definizione all'interno del codice civile, sono disciplinate dagli artt. 2410 ss. La causa tipica di prestito delle obbligazioni è frutto di una relazione sinallagmatica tra obbligazionista e società emittente ed è fondamentale per l'identificazione dell'obbligazione. Le obbligazioni sono titoli di credito, in particolare sono strumenti finanziari che il T.U.F inserisce nella categoria dei valori mobiliari. Le obbligazioni, se cartolari, possono essere descritte attraverso le caratteristiche della disciplina dei titoli di credito; in maniera specifica in questo caso sono formali, a letteralità indiretta, a casualità debole e possono essere nominative o al portatore. Tuttavia, la modernizzazione del diritto societario, filo conduttore del ragionamento spesso citato, ha previsto la presenza delle obbligazioni dematerializzate. In ogni caso, le obbligazioni sono titoli di massa standardizzati emessi in serie e titoli di gruppo organizzato. Gli strumenti finanziari partecipativi non sono espressamente disciplinati dal codice civile e "si agganciano" alla disciplina delle azioni, o a quella delle obbligazioni a seconda che delle loro caratteristiche, caratteristiche da strumenti "quasi debt" o da strumenti "quasi equity". Tra le principali differenze tra s.f.p. e obbligazioni c'è, infatti, un grande spazio lasciato alla volontà sociale per i primi e una disciplina più rigida per i secondi. E' opportuno sottolineare che, per

avere un quadro completo, occorre anche precisare le somiglianze tra questi due strumenti. In entrambi i casi, salvo in casi speciali come quello delle obbligazioni convertibili, al titolare di questi strumenti non è mai possibile legare la qualifica di azionista della società. Il termine “partecipativi” non deve essere inteso come partecipazione al capitale sociale e gli apporti dei sottoscrittori di s.f.p. non sono conferimenti, ma al contrario rappresentano un debito della società emittente indipendentemente dal fatto che la restituzione del capitale sia certa o vincolata all’andamento economico della società. Questo punto di contatto fra le due fattispecie rende la questione sulle differenze dei due strumenti controversa e interessante poiché entrambe le situazioni prevedono un apporto di capitale non configurabile come capitale sociale. Inoltre, alla luce della riforma del diritto societario, ogni confine tra le varie forme di finanziamento risulta essere una questione complessa data le differenze sempre più sottili e sfumate tra le varie fattispecie. In generale, per gli s.f.p. non è prevista alcuna limitazione stabilita in riferimento all’apporto, vigendo un generale principio di autonomia privata e volontà sociale. La società decide anche sulla restituzione certa o vincolata all’andamento economico sociale di questi strumenti, ed è proprio questa scelta a portarli di più verso la voce del “quasi debt” o “quasi equity”. L’apporto a fondo perduto confluisce nel patrimonio sociale ma non è un conferimento, può riguardare anche opere e servizi, non attribuisce azioni e non necessita della tutela sull’effettività del capitale.

Esaminando i diritti e i doveri derivanti dalle due fattispecie si arriva veramente a comprendere dove siano le differenze. Gli obbligazionisti, per regola generale, godono del diritto al rimborso del capitale prestatato in misura almeno pari al valore nominale e agli interessi maturati su quel capitale. Se è possibile parlare di diritto agli interessi aleatorio o parametrato in certi casi, è impossibile fare lo stesso discorso con il diritto al rimborso. Il diritto al rimborso è essenziale al fine dell’esistenza stessa della fattispecie obbligazionaria. Entrando nella disciplina delle obbligazioni è stato analizzato che, oltre al normale prestito obbligazionario, esistono altre forme di obbligazioni, definite speciali, le quali sono portatrici di situazioni giuridiche speciali. Senza ripercorrere tutte le singole casistiche, è

opportuno aprire una digressione su un particolare tipo di obbligazioni: le obbligazioni convertibili in azioni. Questo tipo di obbligazione si colloca a metà tra il capitale di debito e il capitale di rischio in quanto prevede la possibilità per il titolare di convertire l'obbligazione in azione sulla base di un rapporto di cambio predeterminato. Il discorso sui diritti derivanti dagli strumenti finanziari partecipativi è differente, poiché in questo caso è la società che sceglie in merito alla restituzione del capitale e in merito ai diritti amministrativi e patrimoniali. A partire dalla ricostruzione di diverse interpretazioni sulle differenze tra obbligazioni e s.f.p. è stato possibile comprendere che la differenza starebbe tutta nella presenza nelle obbligazioni di un diritto incondizionato al rimborso del capitale, che invece non è previsto per gli s.f.p. Secondo questa affermazione sarebbe, quindi, irrilevante la remunerazione aleatoria del capitale, la presenza di diritti patrimoniali aleatori ulteriori e la presenza di diritti amministrativi. Occorre sottolineare che l'attribuzione di diritti amministrativi deve reputarsi consentita solo ai titolari di s.f.p., ma a livello di definizione della fattispecie la presenza di diritti amministrativi su uno strumento finanziario che prevede il rimborso incondizionato del capitale prestatato non è sufficiente a escluderlo dalla categoria delle obbligazioni. Infine, il coinvolgimento dell'obbligazionista non si ravvisa all'interno della gestione sociale mentre il coinvolgimento del titolare di s.f.p. può essere significativamente rilevante nella gestione della società e fra le tematiche più dibattute, nell'ambito di questa questione, c'è sicuramente quella sul diritto di voto.

In merito all'ultimo aspetto analizzato, quello riguardante l'emissione, la legge prevede che la competenza alla delibera sull'emissione delle obbligazioni sia degli amministratori, tranne nel caso in cui la legge o lo statuto prevedano diversamente. Invece, la decisione sulla competenza riguardo l'emissione degli s.f.p. è lasciata all'autonomia statutaria e secondo la teoria prevalentemente condivisa agli amministratori può essere affidata solo la scelta in merito al momento e alla misura per emettere s.f.p. Tuttavia, occorre precisare che questa differenza in merito alla competenza per l'emissione dei due strumenti non è sempre riscontrabile. Lo statuto infatti, nel decidere sulle modalità e condizioni dell'emissione, stabilisce anche l'organo competente e potrebbe stabilire a favore dell'assemblea ordinaria o

straordinaria o a favore dell'organo amministrativo. Per fare luce sulla questione, è possibile sintetizzare il tema affermando che lo statuto e l'assemblea straordinaria decidono sugli s.f.p. stabilendo le modalità e le condizioni per l'emissione, i diritti conferiti, la legge di circolazione e le sanzioni in caso di inadempimento. Nello stabilire le modalità e le condizioni è possibile investire l'organo amministrativo di un ruolo esecutivo. Una fra le differenze principali tra obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi riguarda il discorso sui limiti all'emissione. La legge prevede che "la società può emettere obbligazioni [...] per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato"¹⁷⁴. Per gli strumenti finanziari partecipativi non è prevista la medesima situazione. Questa differenza è estremamente importante per riportare il discorso su un piano più generale. Il diritto incondizionato al rimborso del capitale delle obbligazioni comporta una tutela particolare degli interessi del creditore sociale e tale tutela è rappresentata proprio dai limiti quantitativi all'emissione. La medesima tutela non è necessaria per gli s.f.p. e, di conseguenza, i limiti non sono previsti.

¹⁷⁴ Art. 2412, comma 1°, c.c.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV, *La riforma del diritto societario*, (a cura di) G. LO CASCIO, Milano, 2003
- A. BARTOLACELLI, *La partecipazione non azionaria di S.p.a.*, Milano, 2012
- R. CAFARI PANICO, *Diritto internazionale privato inglese e "jurisdiction" con particolare riguardo ai rapporti di famiglia*, Padova, 1979
- G. CAGGIANO, *Le azioni di recupero nel post-pandemia: quale ruolo per la Guardia di Finanza?*, www.ilFallimentarista.it, 2022
- N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012
- E. CIVERRA, *Il finanziamento delle società di capitali*, Milano, 2013
- R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, (a cura di) S. GILOTTA, Torino, 2020
- L. DE ANGELIS, *La trasformazione eterogenea a dieci anni dalla riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.*, fasc. 3, 2018
- N. DE LUCA, *L'antifattispecie cartolare. Contributo allo studio dei titoli di credito*, in *Banca Borsa Tit. cred.*, fasc. 1, 2017
- N. DE LUCA, A. STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, in *Enciclopedia del diritto*, Giuffrè Editore, Edizione VI, 2002
- C. DECARO, *Integrazione europea e diritto costituzionale*, in *Corso di diritto pubblico dell'economia*, (a cura di) M. PELLEGRINI, Padova, 2016
- L. DELLA TOMMASINA, *Dissociazione fra gestione e rappresentanza nella società per azioni e diritti di terzi*, in *Riv. Soc.*, fasc. 4, 2015
- T. DI MARCELLO, *Effetti della liquidazione giudiziale sul rimborso dei finanziamenti dei soci*, in *Giur. Comm.*, fasc. 1, 2021
- V. DI MASCIO, *Società di capitali ed emittente diffuso*, in *Giur. It.*, n. 3, 2022

- S. DI NOLA, *Brevi note sull'applicabilità della disciplina del capitale sociale agli strumenti finanziari partecipativi " a tutto rischio"*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 4, 2017
- V. DONATIVI, *Le obbligazioni nelle società per azioni*, in *Tratt. Rescigno*, Impresa e Lavoro III ed, Torino, 2011
- V. DONATIVI, *Obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, in *Società* (a cura di) V. DONATIVI, Vicenza, 2019
- M. FABIANI, *Dai finanziamenti alla adeguatezza dell'assetto finanziario della società*, in *Il Fallimento*, n.10, 2021
- G. FERRI, *Manuale di Diritto Commerciale*, (a cura di) CARLO C. ANGELICI e G.B FERRI, Milano, 2019
- D. FICO, *Obbligazioni: compensazione del debito da sottoscrizione con credito da rimborso*, www.ilSocietario.it, 2016
- D. FICO, *Trattamento dei titolari di strumenti finanziari partecipativi in caso di fallimento della società emittente*, in www.ilFallimentarista.it, 2021
- P. FIORIO, *L'emissione delle obbligazioni*, in *Società per azioni. Costituzione e finanziamento*, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale*, Torino, 2013
- D. GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca borsa Tit. cred.*, 1997
- G. GERBINI, *Gli strumenti di finanziamento ibrido nel fallimento della s.p.a emittente*, in www.il.Fallimentarista.it , 2021
- A. GIANNELLI, *Diritti degli obbligazionisti*, in *Obbligazioni e bilancio*, (a cura di) M. NOTARI, L. BIANCHI, Milano, 2005
- A. GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili, convertende e a conversione sintetica*, in *Riv. Soc.*, fasc. 4, 2016

- F. GUERRERA, *Struttura finanziaria, classi dei creditori e ordine delle prelazioni nei concordati delle società*, in *Dir. Fall.*, 2010
- L. HEYDEN, *I sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, in *Società* (a cura di), V. DONATIVI, Vicenza, 2019
- M. HOUBEN, *Giurisdizione e legge applicabile ai prestiti obbligazionari*, in *Riv. Soc.*, fasc. 4, 2015
- F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza*, in *Le Società*, n.3, 2022
- B. LONATO, G. TOMASSI, *Gli strumenti finanziari partecipativi, un'alternativa per le s.p.a, per le s.r.l innovative e per le società quotate*, in www.ilsocietario.it , 2020
- S. LUONI, *La deliberazione*, in *Obbligazioni*, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale*, Torino, 2013
- S. LUONI, *Obbligazioni speciali*, www.ilSocietario.it, 2016
- S. LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Torino, 2010
- S. LUONI, *Obbligazioni: emissione, tutela degli obbligazionisti*, www.ilSocietario.it, 2015
- P. MARCHETTI, *Aumenti di capitale ad esecuzione differita, in warrant e opzione indiretta*, in *Riv. Not.*, I, 1993
- P. MARCHETTI, *Le obbligazioni*, in AA.VV. *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003
- M. MAROCCHI, *Ai confini del debito: le obbligazioni subordinate, indicizzate e irredimibili*, in *Giur. Comm.*, fasc.6, 2021
- M. MAUGERI, *Rapporto di cambio e categorie di azioni*, in *Banca, Borsa Tit. cred.*, fasc. 1, 2021

- G. MIGNONE, *Il nuovo diritto societario*, (diretto da) G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI, Bologna, 2004
- A. MOLGORA, *Diritti degli obbligazionisti in caso di fallimento della società emittente*, www.ilSocietario.it, 2018
- F.M. MUCCIARELLI, *Riconoscibilità del centro degli interessi del debitore: una questione di punti di vista*, in *Giur. Comm.*, fasc. 6, 2021
- M. NOTARI, *Azioni e strumenti finanziari: confine delle fattispecie e profili di disciplina*, in *Banca borsa Tit. cred.*, 2003
- L. PIGOZZI, *La comunicazione economico-finanziaria*, in *Comunicazione Integrata e Reputation Management*, (a cura di) G. COMIN, Roma, 2019
- L. PISANI, *Le obbligazioni*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, (a cura di) P. ABBADESSA, G. PORTALE, Torino, 2006
- P. POTOTSCHNIG, S. TREVISAN, *Disciplina e prova dei diritti portati dagli strumenti finanziari partecipativi*, in *Le Società*, n.11, 2021
- F. RAFFAELE, E. RUGGIERO, *Il recepimento in Italia della shareholders right II*, Padova, 2021
- P. RINALDI, *Piani attestati di risanamento nuova via di accesso alla liquidità*, Milano, 2020
- P. RIVA, *Redigere e attestare un piano in tempo di Covid-19. Alcune proposte di rideclinazione dei principi*, in www.ilFallimentarista.it, 2020
- D. ROSSANO, M. PAIELLA, *L'impatto della nuova regolazione delle crisi bancarie sul mercato delle obbligazioni bancarie*, in *Concorrenza e Mercato*, fasc.1, 2017
- F. SIGNORELLI, *Finanziamenti destinati ad uno specifico affare*, www.ilSocietario.it, Giuffrè Editore, Milano

- F. SIGNORELLI, *Strumenti finanziari e tecniche di composizione della crisi d'impresa*, Giurisprudenza Commentata in www.ilFallimentarista.it , 2020
- F. SIGNORELLI, *Strumenti finanziari partecipativi*, in www.ilSocietario.it, Milano
- C. SOTTORIVA, *Società quotate*, www.ilSocietario.it, Milano
- P. SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, I, 2009
- M. S. SPOLIDORO, *Il Capitale Sociale*, in *Enciclopedia del diritto*, Giuffrè editore, IV, 2000
- M.S. SPOLIDORO, *Riserve targate*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum (diretto da) P. ABBADESSA, Torino, 2014
- M. TARABUSI, *Strumenti finanziari partecipativi, diritto di recesso e principi contabili internazionali: esiste ancora il sistema del netto?*, in *Giur. Comm.*, I, 2007
- D. TOSINI, *Capitale sociale: una prospettiva critica*, in *Soc. lav.*, 2006
- F. TROVATO, *Le società quotate*, in *Società*, (a cura di) V. DONATIVI, Vicenza, 2019
- A. VALZER, *Gli obbligazionisti e i titolari di strumenti finanziari non partecipativi nelle procedure concordatarie*, in *Riv. Soc.*, fasc. 1, 2014
- G. VISENTINI, *Riflessioni sulla riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.*, fasc. 1, 2018
- R. WEIGMANN, *Le obbligazioni convertibili perdono il diritto di opzione*, in *Giur. Comm.*, fasc. 2, 2012

GIURISPRUDENZA

Massima 78 del Consiglio Notarile di Milano, in *Massime notarili in materia societaria*, Milanofiori, 2010

Trib. Torino, 22 Marzo 1985, in Riv. Dir. Comm.

Trib. Napoli, Sez Impr., 24 Febbraio 2016, ord. In Notariato, 2016

Trib. Milano, 10 Aprile 2017, n. 4088, in www.dejure.it

Cass. 18 Gennaio, 2018, n1181, in www.onelegale.wolterskluwer.it

Cass., 15 maggio 2019, n. 12994, in Giur. Comm.

Trib. Bologna, decreto 1 Gennaio 2020, in www.Ilfallimentarista.it

Trib. Ravenna, Sez. Fall., 29 Maggio 2020, in Dejure.it

