



DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

Cattedra di Diritto Commerciale

Strumenti finanziari partecipativi: caratteri e scelte
d'investimento

RELATORE

Chiar.mo Prof.

Gustavo Olivieri

CORRELATORE

Chiar.mo Prof.

Antonio Nuzzo

CANDIDATO

Giovanni Cozzolino

Matr.161373

ANNO ACCADEMICO: 2023/2024

Indice

INTRODUZIONE	5
 CAPITOLO 1: L'INQUADRAMENTO SISTEMATICO DELL'ISTITUTO	 7
1.1 La riforma del 2003 e gli strumenti finanziari partecipativi.....	7
1.2 Strumenti finanziari: fattispecie unica o pluralità di fattispecie?	9
1.3 Il concetto di partecipazione: le varie teorie a confronto.	14
1.4 Ipotesi ricostruttiva della fattispecie.	17
1.4.1 I dogmi del passato	17
1.4.2 La struttura finanziaria della società dopo la riforma del 2003. La fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi in senso stretto.	19
1.5 SFP e altri strumenti emettibili dalle società azionarie: confronto e spazi di operatività.	23
1.6 Uno sguardo comparatistico	27
 CAPITOLO 2: DALL'APPORTO ALL'EMISSIONE: DISCIPLINA E LIMITI DEGLI SFP	 31
2.1 SFP e titoli di credito	31
2.2 La natura dell'operazione economica sottostante.....	39
2.3 L'oggetto dell'apporto.	43
2.4 L'organo competente all'emissione.	49
2.5 Limiti all'emissione. Spettanza di un diritto di opzione a favore dei soci?.....	53

CAPITOLO 3: I DIRITTI INCORPORABILI: UN'INDAGINE TRA DATO NORMATIVO E PRATICHE ECONOMICHE..... 59

3.1 Premessa e impostazione del prosieguo dell'indagine	59
3.2 Diritti patrimoniali e diritti amministrativi, necessari entrambi?	60
3.3 I diritti patrimoniali	64
3.3.1 Il diritto agli utili.....	64
3.3.2 Il diritto al riparto dell'attivo di liquidazione	67
3.4 I diritti amministrativi.....	71
3.4.1 Il diritto di voto.....	71
3.4.2 La nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo.	77
3.4.3 Altri diritti amministrativi (cenni)	80
3.5 Diritti misti (recesso e opzione).....	84
3.6 La convertibilità in azioni.....	88
3.7 Le modalità di contabilizzazione	91
3.8 L'incidenza delle perdite riportate dalla società	94

APPENDICE: SINTESI DELLE PRINCIPALI CARATTERISTICHE DELLE EMISSIONI ESAMINATE. 97

CONCLUSIONI.....111

BIBLIOGRAFIA 113

Introduzione

L'istituto degli strumenti finanziari partecipativi viene introdotto nel nostro ordinamento con la Riforma del diritto societario del 2003¹. Inizialmente la facoltà di emissione venne limitata alle sole società azionarie. L'obiettivo sotteso all'introduzione, come emerge dalla Relazione al d.lgs. 6/2003 stesso, era dichiaratamente quello di ampliare <<le possibilità di acquisizione di elementi utili al proficuo svolgimento dell'attività sociale>> nel rispetto dei vincoli imposti dalla seconda direttiva comunitaria in materia societaria, la quale sancisce il divieto di conferimenti di opere o servizi per il tipo societario di cui sopra. Tale obiettivo è stato perseguito dal legislatore fornendo una regolamentazione quantitativamente e, forse, anche qualitativamente² limitata che lascia ampio spazio all'autonomia statutaria. Così facendo, verosimilmente, il legislatore si aspettava di “confezionare” un istituto per così dire a natura cangiante, adattabile alle diverse esigenze che si pongono nelle pratiche economiche. Il risultato, tuttavia, non è stato probabilmente quello auspicato.

In dottrina, invero, si sono susseguite, sin dalla sua introduzione, autorevoli ricostruzioni, spesso contrastanti tra di loro, che hanno interessato non soltanto aspetti specifici e più ricercati, ma anche, a monte, lo stesso inquadramento concettuale e sistematico. L'oscurità, *rectius* l'incertezza che ha contraddistinto e, forse, tutt'ora contraddistingue l'istituto sembra essere alla base di una circostanza peculiare: l'assenza (a quanto risulta) di impieghi concreti dell'istituto nei primi anni successivi alla riforma stessa³.

Ebbene, il presente lavoro si propone di individuare, analizzare e, per quanto possibile, tentare di risolvere i margini di incertezza sopra citati. L'attenzione verrà focalizzata esclusivamente sulla fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi

¹ La riforma viene attuata tramite l'adozione del d.lgs. 17 gennaio 2003 n.6

² Cfr. U. Tombari, La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in *Rivista delle società*, 2004, pag. 1093; U. Tombari, Strumenti finanziari “partecipativi” (art.2346, ultimo comma, c.c.), e diritti amministrativi nella società per azioni, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2006, pag. 143.

³ La prima emissione di cui si ha notizia risale, invero, al luglio 2008.

disciplinata dalle norme in tema di S.p.A. Verranno trascurate, invece, le questioni che scaturiscono dall'omonima fattispecie prevista dal c.d. Decreto Sviluppo Bis⁴ e dal c.d. Decreto Investment Compact⁵, i quali, rispettivamente, estendono la facoltà di emettere strumenti finanziari partecipativi alle <<start-up innovative>>, agli <<incubatori certificati>> e alle <<PMI innovative>>.

Per le finalità poc'anzi anticipate, si provvederà anzitutto ad inquadrare sistematicamente la fattispecie in esame, mettendo in luce gli elementi in comune, le differenze e i rispettivi spazi di operatività con altre fattispecie previste dall'ordinamento interno, nonché, in prospettiva comparatistica, con fattispecie previste da altri ordinamenti, e di *common law* e di *civil law*. Successivamente, si procederà con l'individuazione dei tratti generali dell'istituto, focalizzando l'attenzione, ad esempio, sul possibile oggetto dell'apporto a fronte del quale può avvenire l'emissione, o, ancora, sull'organo competente all'emissione. Infine, ci si soffermerà sui diritti attribuibili agli strumenti finanziari in esame. All'analisi per così dire teorica degli elementi sopra citati sembra interessante affiancare, per quanto possibile, un riscontro pratico. A tal fine, sono state esaminate ventiquattro emissioni di SFP concretamente deliberate. Gli elementi salienti del campione verranno inseriti nel testo ove significativi. A conclusione del lavoro, verranno presentate quattro tabelle riepilogative che ne facilitano la comprensione.

⁴ Si tratta, in particolare, del D.L. 18 ottobre 2012 n.179.

⁵ Si tratta del D.L. 25 gennaio 2015 n. 3.

CAPITOLO1: L'INQUADRAMENTO SISTEMATICO DELL'ISTITUTO

1.1 La riforma del 2003 e gli strumenti finanziari partecipativi

La riforma del diritto societario attuata mediante il D.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 ha determinato una profonda evoluzione del sistema normativo delle società di capitali, apportando cambiamenti significativi, tra l'altro, alle strutture di governance aziendale e alle modalità di finanziamento, intese in senso lato, delle società per azioni.

Del resto, la prassi operativa aveva evidenziato la necessità di prevedere nuove fonti di finanziamento per le imprese italiane, ulteriori e alternative rispetto al credito bancario. Non stupisce dunque, nell'ambito della riforma, l'attribuzione di particolare rilevanza alla tematica della "provvista finanziaria". Ne è derivato un sistema in grado di offrire alle società azionarie maggiore flessibilità e possibilità di reperire fondi sul mercato, in continuità con i principi ispiratori della riforma indicati dal Parlamento nella legge delega⁶ al Governo.

D'altro canto, una delle finalità della riforma⁷ è proprio quella di favorire e financo incoraggiare forme di partecipazione del risparmio al capitale, di rischio o di credito, della società. In tale contesto si inserisce la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi. Il legislatore della riforma ha in sostanza inteso mettere a disposizione delle imprese azionarie la possibilità di emettere strumenti tali da <<consentire l'acquisizione di ogni elemento utile per lo svolgimento dell'impresa sociale>>⁸ riconoscendo ai "soggetti" che eseguono i relativi apporti <<diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti>> diversamente modulabili, entro i limiti posti dal legislatore, a seconda delle diverse esigenze da

⁶ Si tratta in particolare della legge 3 ottobre 2001 n.366.

⁷ Cfr. M. Stella Richter jr, Società (riforma delle): I profili sostanziali, in Enciclopedia Giuridica, XXIX, Roma, 2004, 1-8. Sul disfavore del legislatore della riforma verso il credito bancario quale principale fonte di finanziamento delle imprese cfr. anche U. Tombari, La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in Rivista delle società, 2004, pag. 1090 e ss.

⁸ Cfr. art.4 comma 5 legge 3 ottobre 2001 n 366.

soddisfare in concreto, in modo da rendere tali strumenti utilizzabili in operazioni economiche differenti.

I caratteri e le problematicità degli “strumenti finanziari partecipativi” saranno oggetto di disamina nel prosieguo del lavoro. Sembra invece sin da subito opportuno operare alcune notazioni terminologiche al fine di evitare sovrapposizioni concettuali e di disciplina. Il sistema è caratterizzato infatti, quanto alla stessa nozione di “strumento finanziario”, da una<<bifocalità>>⁹ costituita dal Testo Unico dell’Intermediazione Finanziaria¹⁰ e dal Codice civile. Se da un lato, infatti, il tratto comune e caratterizzante tutte le fattispecie cui si riferisce il T.U.F. consiste nell’idoneità dello strumento a formare oggetto di negoziazione sul mercato dei capitali¹¹, diversamente, la nozione impiegata dal Codice civile si riferisce genericamente a tutti i titoli che possono essere emessi dalla società. Oltre ai titoli tipici, vale a dire azioni e obbligazioni, l’espressione si riferisce anche alle forme atipiche di investimento che possono essere rappresentate da titoli destinati alla circolazione. Il requisito della negoziabilità, o meglio, limitatamente agli strumenti ex 2346 comma 6, l’eventuale legge di circolazione, dovrà essere stabilita dallo statuto, costituendo un elemento meramente accidentale della fattispecie di strumento finanziario delineata dal Codice civile. Pertanto, nonostante l’omonimia, si deve escludere l’identità¹² tra gli strumenti finanziari oggetto della disciplina contenuta nel TUF e quelli oggetto di questa trattazione. Ciò nondimeno vale la pena sottolineare come nel caso di

⁹ Cfr. A. Bartolacelli, La partecipazione non azionaria nella s.p.a., Milano, 2012, pag. 87. In modo similare cfr. G. La Rocca, Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di <<strumento finanziario>>, Torino, 2009, 17 nonché A. Bartalena, Le nuove obbligazioni, in Banca borsa e titoli di credito, 2005, 543 ss., i quali definiscono la nozione di “strumento finanziario” come “polisenso”.

¹⁰ Per la “definizione” di strumento finanziario impiegata dal TUF cfr. l’art 1 comma 2 dello stesso che rinvia alla Sez. C dell’Allegato 1. La nozione si riferisce in particolare ai valori mobiliari, agli strumenti del mercato monetario, alle quote di organismi di investimento collettivo del risparmio, alle quote di emissioni, rappresentative di unità conformi alla Direttiva 2003/87/CE e infine ai contratti derivati inclusi in un elenco tassativo di fattispecie.

Per la nozione di “valori mobiliari” e di “strumenti del mercato monetario” si rinvia rispettivamente all’ art .1 comma 1-bis e all’ art. 1 comma 1-ter del T.U.F

Nonostante la tendenziale “chiusura” dell’elencazione, l’art 18 comma 5 T.U.F riconosce al Ministro dell’economia e delle finanze il “potere” di individuare nuove categorie di strumenti finanziari tramite Regolamento e sentite la Banca d’Italia e la Consob, al fine di tener conto dell’evoluzione dei mercati finanziari e delle norme di adattamento stabilite dalle autorità comunitarie. F. Annunziata, La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2023.

¹¹ F. Annunziata, La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2023, pag. 97 e ss; Cfr. anche A.L. Niutta, Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel T.U.F. aggiornato in base alla Mifid, in Riv. Dir. Comm., n 1, 2009, pag. 9-10.

¹² In senso conforme cfr. A. L. Niutta, Strumenti finanziari nei patrimoni destinati ex art. 2447-bis, I comma, lett. A): un nuovo mezzo di finanziamento nel diritto delle società per azioni e un nuovo prodotto finanziario per il mercato?, in Rivista del diritto commerciale, n. 1-2-3, 2006, pag. 276 e ss..

emissione di strumenti partecipativi dotati del requisito della negoziabilità troveranno applicazione sia la disciplina contenuta nel T.U.F. che quella contenuta nel Codice civile in quanto compatibile, diversamente, gli strumenti privi di tale caratteristica saranno soggetti alle sole regole dettate da quest' ultimo.

L'attuale possibilità per le società azionarie di emettere strumenti finanziari, utili al reperimento di nuove risorse, nuovi e ulteriori rispetto al binomio degli strumenti "tipici" costituito dalle azioni e dalle obbligazioni ha suscitato numerose questioni interpretative. Tale circostanza consegue alla scarsità in termini quantitativi e, secondo alcuni¹³ anche qualitativi, della normativa vigente in materia. Queste figure di strumenti finanziari sono state infatti collocate nella "zona grigia" tra le due categorie di strumenti "tipici", in cui i tratti caratterizzanti l'investimento e il finanziamento sono sfumati fino quasi ad intrecciarsi. Molte di tali questioni restano irrisolte in modo definitivo stante l'assenza di giurisprudenza risolutiva al riguardo. Sembra pertanto opportuno muovere da queste ultime per poi tentare di ricostruire la fattispecie.

1.2 Strumenti finanziari: fattispecie unica o pluralità di fattispecie?

La prima delle questioni che è opportuno affrontare concerne l'inquadramento sistematico degli strumenti finanziari, diversi dalle azioni e dalle obbligazioni, che possono essere emessi dalle s.p.a. Si tratta di stabilire se sia configurabile o meno un "*tertium genus*" costituito dagli strumenti finanziari, quale fattispecie unitaria, ovvero se sia possibile ed opportuno distinguere tra una pluralità di fattispecie. La "*reductio ad unum*" sembra peraltro doversi escludere a priori con riferimento agli strumenti finanziari di partecipazione all'affare di cui all'art. 2447-ter Codice civile, i quali presentano una "distanza" tale dalle fattispecie di cui agli artt. 2346 e 2411, sia sotto il profilo causale che contenutistico, da precludere ogni eventuale tentativo in tal senso. Diversamente,

¹³ Cfr. M. Notari, Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina, in Banca, borsa e titoli di credito, I, 2003, pag. 542 e ss.

secondo taluni¹⁴, tali strumenti si configurerebbero in rapporto di genere a specie rispetto agli strumenti di cui all' art. 2346. Altri autori¹⁵ invece, dopo aver preso una posizione sulla questione di fondo, riconducono la fattispecie nell'ambito del più ampio *genus* degli strumenti finanziari non partecipativi¹⁶.

Sembra anzitutto opportuno segnalare le principali prese di posizione della dottrina sulla questione segnalata in apertura del presente paragrafo¹⁷.

Una prima ricostruzione, cd teoria monista¹⁸, asserisce l'esistenza di un'unica ampia fattispecie di strumenti finanziari¹⁹. In tale prospettiva viene attribuita rilevanza preminente all'art 2411 comma 3 codice civile²⁰, disposizione che avrebbe "dilatato il concetto normativo di obbligazione rispetto al suo concetto tipologico"²¹. Il concetto normativo, in forza della disposizione succitata, la quale si riferisce agli strumenti

¹⁴ Cfr. M. Notari, Azioni e strumenti finanziari: confini della fattispecie e profili di disciplina, in Banca, Borsa e titoli di credito, I, 2003, pag. 543; P. Tullio, Finanziamenti finalizzati nella s.p.a.: azioni correlate e strumenti finanziari di partecipazione all'affare, in Rivista di diritto Societario, 2013,II, pag. 364 ss. ad avviso del quale, la fattispecie costituirebbe una particolare tipologia di strumenti finanziari partecipativi caratterizzata dall'emissione a fronte di un apporto ad un patrimonio "separato" da quello "generale" della società; tale caratteristica giustificerebbe, ad avviso dell'autore, la previsione di una disciplina speciale. Analoghe considerazioni, indurrebbero a concludere per l'esistenza di una "sola" categoria di strumenti finanziari, quale *tertium genus*, ulteriore rispetto alle fattispecie azionarie e obbligazionarie.

¹⁵ Ex multis cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 82 ss.

¹⁶ Per le considerazioni relative a tali strumenti si rinvia *infra*.

¹⁷ Per ricostruzioni ulteriori rispetto a quelle che si segnaleranno, Cfr. A. Valzer, Gli Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nella S.p.a., Torino, 2012, pag. 10, che considera "partecipativi" gli strumenti finanziari di cui all'art 2346 comma 6 del Codice civile, individuando il *discrimen* con gli strumenti "non partecipativi", *rectius* gli strumenti di cui all'art 2411 comma 3 Codice civile, nell'assenza del diritto al rimborso dell'apporto. In termini simili Cfr. R. Costi, Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, in Il nuovo diritto delle società (diretto da) P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, pag. 733; F. Innocenti, Gli strumenti finanziari nella società per azioni, Perugia, 2010. In termini diversi invece, Cfr. M. Manuli, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle spa: riflessioni critiche, in Le Società, 11/2013, pag. 1193 e ss.

¹⁸ L'espressione "monista" per definire la ricostruzione in esame è stata coniata da A. Valzer nell'opera citata nella nota precedente, pag. 97.

¹⁹ Cfr. B. Libonati, I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi, Rivista del diritto commerciale, 2007, pag. 8 e ss.; G. Ferri jr, Fattispecie societaria e strumenti finanziari, in Montagnani (a cura di), in Profili patrimoniali e finanziari della riforma, Milano, 2004, pag. 814; P. Spada, Azioni e strumenti finanziari, in Studi e materiali del consiglio nazionale del notariato, 2004, pag. 226 e ss. In termini simili cfr. anche A. Audino, Commento all' art 2411, in A. Maffei Alberti (a cura di), Il nuovo diritto delle società, Padova, 2005, pag. 1234.

²⁰ La disposizione prescrive l'applicazione della disciplina codicistica dettata per le obbligazioni agli <<strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società>>.

²¹ Il concetto tipologico indicherebbe <<tutti gli strumenti finanziari, che, forniti o meno di diritti amministrativi, non implicano alcuna partecipazione al rischio della mancata restituzione del capitale, ma solo, eventualmente, a quello della mancata corresponsione degli interessi>>. Cfr. G. Ferri Jr, Fattispecie societaria e strumenti finanziari, in Rivista del diritto commerciale, I, 2003, pag. 74 ss.

finanziari “comunque denominati”, sarebbe tale da ricomprendere non soltanto le obbligazioni propriamente dette. Vi rientrerebbero anche gli altri strumenti finanziari che non garantiscono il rimborso del capitale o che comunque partecipano al rischio di restituzione, siano essi dotati di diritti amministrativi o meno. Seguendo tale impostazione la struttura finanziaria della società azionaria andrebbe scomposta distinguendo tra azioni da un lato e tutti gli altri strumenti emettibili, dall’ altro. Agli strumenti diversi dalle azioni si applicherebbe dunque la disciplina propria delle obbligazioni²². Questi ultimi costituirebbero dunque, in ogni caso, titoli di debito in quanto afferenti alla sfera del capitale di terzi, con l’ulteriore conseguenza che la competenza alla loro emissione, in quanto mera operazione gestoria, spetterebbe all’organo amministrativo. Questa la lettura generale della struttura finanziaria della società secondo i sostenitori della cd. teoria monista. La stessa è stata, peraltro, smentita da un obiter dictum contenuto nella sentenza 01/10/2020, n. 2984 emessa dal Tribunale di Bologna ove il giudice precisa che l’effettiva regolamentazione degli strumenti finanziari partecipativi è rimessa all’autonomia statutaria fermo restando che gli stessi possono essere strutturati sia quali apporti a titolo di capitale di rischio che a titoli di capitale di debito.

Altri autori²³ valorizzando la rubrica della sezione V del titolo V del libro V del Codice civile, “Delle azioni e gli altri strumenti finanziari partecipativi”, operano una distinzione tra due categorie di strumenti finanziari emettibili dalle s.p.a.: quelli partecipativi e quelli non partecipativi. Muovendo da tale assunto, all’ interno del primo gruppo vengono ricondotte le azioni, che rappresentano il paradigma della stessa nozione di strumento partecipativo, e gli strumenti finanziari diversi dalle prima, che attribuiscono ai relativi titolari la possibilità di “partecipare” alla vita sociale sul piano amministrativo o patrimoniale. Nel secondo insieme vengono invece ricondotte le obbligazioni, gli strumenti finanziari di partecipazione all’affare di cui all’art. 2447-ter del codice, gli strumenti finanziari comunque denominati, che condizionano i tempi e l’entità del

²² Di conseguenza dovrebbe in ogni caso applicarsi il limite di emissione di cui all’ art 2412 del Codice civile, l’organo competente all’emissione dovrebbe essere individuato in base alla disciplina di cui all’art. 2410 del Codice civile, spettando dunque agli amministratori salvo che la legge o lo statuto non dispongano diversamente; titolari di strumenti finanziari dovrebbero sempre riunirsi in organizzazioni di categoria. Diversamente, agli strumenti finanziari dotati anche di diritti amministrati e <<per ciò solo definibili come partecipativi>> si applicherebbe una disciplina particolare: quella dettata dagli art. 2346, 2351 e 2376 del Codice civile.

²³ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 82.

rimborso del capitale all'andamento economico della società di cui all' art. 2411 co. 3 del Codice civile nonché gli strumenti finanziari <<innominati>> che condizionano il rimborso del capitale a parametri oggettivi diversi dall' andamento economico della società. A tali ultimi strumenti finanziari, infatti, sembra ragionevolmente applicabile la disciplina delle obbligazioni per analogia²⁴ e non direttamente, non rientrando nella fattispecie delineata dal 2411 comma 3. La ricostruzione in analisi esalta la portata sistematica dell' art 2346 comma 6 ritenuto idoneo a consentire la raccolta di risorse utili per l'attività indipendentemente dall'oggetto dell'apporto e dalla causa dello stesso. Per tale ragione la ricostruzione in esame viene definita cd “anticausalista”. L'assenza di indicazioni normative dovrebbe infatti indurre a ritenere che gli strumenti finanziari partecipativi di cui all' art. 2346 comma 6 siano privi di una causa tipica caratterizzandosi piuttosto per la neutralità causale. In questa prospettiva, gli SFP costituirebbero una <<struttura vuota il cui contenuto e la cui causa debbono essere di volta in volta determinati dalle parti>>. I sostenitori di tale ricostruzione ipotizzano l'emissione di strumenti finanziari partecipativi ex 2346 comma 6 a fronte sia di apporti a titolo di rischio che a titolo di finanziamento. In quest' ultima ipotesi, peraltro, la qualifica di strumento “partecipativo” resterebbe subordinata all'attribuzione, a fronte del finanziamento, di diritti amministrativi diversi e ulteriori rispetto a quelli spettanti agli obbligazionisti in base agli artt. 2410 e seguenti del Codice civile, compatibilmente con le limitazioni espressamente previste dal legislatore.

Alla *distinctio* tra strumenti partecipativi e non partecipativi, conduce anche una diversa ricostruzione, cd pluralista²⁵, pur giungendo poi a conclusioni difformi da quelle che caratterizzano la teoria cd anticausalista. La prospettiva “pluralista” distingue, gli “ibridi partecipativi” di cui all' art. 2346 comma 6 dagli strumenti “quasi- obbligazionari” di cui all' art. 2411 comma 3. Le due categorie di strumenti non sarebbero, tuttavia, completamente separate, sussistendo piuttosto un'area di intersezione tra le fattispecie in esame; nell' ambito di tale area si collocherebbero gli strumenti ibridi, i quali possono avere caratteristiche tanto di capitale di rischio che di capitale di debito. Si tratterebbe in

²⁴ Cfr. A. Giannelli, Commento all'art 2411, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 76 ss.

²⁵ Il principale sostenitore di tale ricostruzione è M. Cian, per una ricostruzione più dettagliata Cfr. M. Cian, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, in Quaderni di banca, borsa e titoli di credito, n. 26, Milano, 2006, pag. 12 e ss.

particolare di quegli strumenti che pur prevedendo il diritto al rimborso dell'apporto siano dotati di poteri di "voice". Sul piano disciplinare viene prospettata un'applicazione selettiva delle disposizioni codicistiche a seconda delle caratteristiche propria della fattispecie concretamente emessa²⁶.

Nonostante l'incertezza derivante dalla scarsa disciplina in materia, sembra doversi prendere atto della ripartizione tra strumenti partecipativi e non partecipativi, in tal senso deponendo diversi ordini di considerazioni.

Anzitutto occorre portare nuovamente all'attenzione del lettore la più volte citata rubrica della Sezione V del Codice civile la quale, a ben vedere, non avrebbe ragion d'essere in assenza di siffatta ripartizione. D'altra parte non si possono neppure trascurare le indicazioni contenute nella legge delega per la riforma del diritto societario: la Legge n. 366/2001. Il legislatore ha infatti previsto all'art 4 comma 6 c) la necessità di prevedere la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi dotati di diversi diritti patrimoniali e amministrativi, unitamente ai limiti e alle condizioni di emissione. Non sembra che la disciplina vigente, per quanto poco "chiara" ai fini che qui rilevano, sia tale da viziare i principi sottesi alla stessa riforma del 2003.

Acquisita la suddetta distinzione, risulta ora opportuno analizzare il "concetto di partecipazione", tratto distintivo delle due categorie sopra menzionate, anch'esso, come gran parte della materia in esame, oggetto di plurime ricostruzioni.

²⁶ Per un approfondimento a riguardo Cfr. M. Cian, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, in Quaderni di banca, borsa e titoli di credito, n. 26, Milano, 2006, pag. 12 e ss. In particolare, la ricostruzione prospettata considera direttamente applicabile la disciplina delle obbligazioni alla fattispecie degli "ibridi partecipativi" sopra citata, in quanto compatibile; troverebbe così diretta applicazione nell'ipotesi in esame l'art 2412, in quanto norma compatibile.

1.3 Il concetto di partecipazione: le varie teorie a confronto.

Il tratto distintivo tra strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, come preannunciato, è stato diversamente individuato dai commentatori che si sono approcciati al tema.

Per chiarezza espositiva sembra opportuno dapprima riportare le ricostruzioni prospettate con le relative argomentazioni proseguendo poi, nei paragrafi conclusivi di questo capitolo, a delineare una fattispecie ricostruttiva cercando di “comporre le fratture” che caratterizzano la tematica.

In linea generale le ricostruzioni prospettate dai commentatori si distinguono in tre principali filoni interpretativi.

Una prima prospettazione, “tipica”, per così dire, dei primi contributi in materia, individua il *discrimen* tra strumenti partecipativi e strumenti non partecipativi nella previsione o meno di diritti amministrativi²⁷ incorporati nello strumento stesso. Si considerano partecipativi gli strumenti che, attribuendo diritti amministrativi, consentono al possessore dello stesso di “partecipare, in modo diversamente modulato, alla gestione” dell’impresa societaria mentre sarebbero “non partecipativi” quelli che non consentono tale “partecipazione” essendone privi.

A sostegno di questa tesi si richiama anzitutto il punto 4 della Relazione governativa al decreto legislativo 17 gennaio 2003 n.6 (cd. Riforma del diritto societario) il quale, riguardo alla disposizione di cui all’art.2346, ricorda la possibilità che le società azionarie emettano <<strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi>>. La relazione impiega dunque, come risulta evidente, l’aggettivo partecipativo come sinonimo di “amministrativo”.

²⁷ Cfr. Associazione Disiano Preite, Il nuovo diritto delle società, Bologna, 2003, pag. 122.; U. Tombari, La nuova struttura finanziaria della s.p.a. (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in Rivista delle Società, 2004, pag. 1094.; G. Ferri jr, Fattispecie societaria e strumenti finanziari, in Profili patrimoniali e finanziari della riforma (a cura di) Montagnani, Milano 2004, p. 90.

Il medesimo impiego del termine “partecipativo” viene effettuato dall’ art. 2427 comma 1 n. 19, concernente il contenuto della nota integrativa²⁸.

Infine, viene evidenziata la portata dell’articolo 2376 del Codice civile concernente le assemblee speciali. Tale disposizione valorizza, ai fini dell’applicazione della tutela ivi “prevista”, il profilo amministrativo degli strumenti finanziari mentre del tutto irrilevante risulta quello patrimoniale. Il meccanismo trova applicazione solo in presenza di diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi e si sostanzia nella previsione di un obbligo di approvazione delle delibere adottate dall’assemblea generale degli azionisti e lesive dei diritti di una delle suddette, da parte dell’assemblea speciale degli appartenenti alla categoria interessata.

Altri autori²⁹ ritengono invece irrilevante l’(eventuale³⁰) attribuzione di diritti amministrativi ai fini della distinzione di cui si discute e valorizzano, invece, le “caratteristiche” dell’apporto a fronte del quale vengono emessi strumenti finanziari da parte della società. Sarebbero “partecipativi” gli strumenti emessi a fronte di apporti definitivi mentre lo strumento sarebbe da considerarsi non partecipativo laddove fosse previsto il diritto al rimborso dell’apporto. Il *discrimen* tra le due categorie andrebbe, in definitiva, individuato nella “partecipazione” o meno al rischio di impresa³¹. A sostegno di questa ricostruzione viene anzitutto portato all’attenzione del lettore il tenore letterale della più volte citata Rubrica della Sezione V del Codice civile³² la quale sembra accomunare, sul piano sistematico, le azioni, titoli di rischio per eccellenza, con gli

²⁸ La disposizione suddetta stabilisce che la nota integrativa debba indicare <<il numero e le caratteristiche degli altri strumenti finanziari emessi dalla società, con indicazione dei diritti patrimoniali e partecipativi che conferiscono e delle principali caratteristiche delle operazioni relative>>.

²⁹Cfr. M. Manuli, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche, in *Le società*, 11/2013, pp. 1192 e ss.; R. Costi, Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, in *Il nuovo diritto delle società* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, pp. 732-734; A. Valzer, Gli Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nella S.p.a., Torino, 2012, pp. 113 e ss.; F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, pp. 28-29.

³⁰La tematica circa la necessità di un’eventuale compresenza di diritti patrimoniali e amministrativi nella fattispecie di cui all’art 2346 ultimo comma del Codice civile, anch’essa diffusamente dibattuta, sarà oggetto di disamina nel terzo Capitolo al quale pertanto si rimanda.

³¹ È opportuno, in questa sede, considerare una nozione basilare del concetto di “rischio di impresa” da intendersi alla stregua del rischio di non ottenere alcuna remunerazione del proprio investimento, sostanzandosi dunque nell’assenza di un diritto al rimborso. Per tale definizione, tra gli altri, Cfr. M. Stella Richter jr, Strumenti finanziari e società per azioni, in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo: per i quarant’anni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2014, pp. 60 e ss.

³² “Delle azioni e gli altri strumenti finanziari partecipativi”.

strumenti finanziari partecipativi, i quali condividerebbero dunque tale carattere con le prime. D'altra parte, i sostenitori di tale ricostruzione sottolineano il carattere "strumentale" dei diritti amministrativi, funzionali alla tutela degli interessi patrimoniali incorporati nello strumento³³. Risulterebbe dunque ragionevole pensare che la <<distinzione basata sugli interessi abbia un ruolo più importante di quella fondata sui diritti amministrativi>>³⁴. In questo senso deporrebbe inoltre la Relazione al dlgs.6/2003 la quale chiarisce l'"obiettivo" perseguito con l'introduzione dell'art 2346: si intendeva <<creare uno "strumento" in grado di realizzare, dal punto di vista della società, un effetto identico a quello derivante dai conferimenti>>³⁵ che fosse coerente con i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria in materia societaria³⁶, la quale vieta il conferimento di opere e servizi. In sostanza lo scopo degli strumenti finanziari di cui all'art. 2346 sarebbe quella di consentire alla società azionaria di ottenere tale tipologia di attribuzioni senza "ricadute" sul piano dell'integrità e dell'effettività del capitale sociale³⁷. La conclusione sostenuta sarebbe inoltre ulteriormente avvalorata dai successivi passaggi della Relazione in cui si esplicita la scelta degli strumenti partecipativi in alternativa alle azioni di industria e dunque di strumenti emessi a fronte di attribuzioni, *rectius* conferimenti, definitivi a favore dell'impresa societaria.

Sembra infine opportuno riportare una ricostruzione "intermedia" rispetto a quelle precedentemente citate, a mente della quale dovrebbero considerarsi partecipativi gli strumenti finanziari che <<partecipano al contratto sociale, incorporando diritti che da esso derivano e che caratterizzano la partecipazione degli azionisti>>³⁸. In questa prospettiva, uno strumento finanziario si dovrebbe considerare "partecipativo" ex art. 2346 del Codice civile se incorpora diritti, patrimoniali e/o amministrativi, aventi natura

³³ Cfr. R. Costi, Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, in *Il nuovo diritto delle società* (diretto da) P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, p. 730.

³⁴ Cfr. R. Costi, Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, in *Il nuovo diritto delle società* (diretto da) P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, p. 733.

³⁵ Cfr. M. Manuli, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche, in *Le società*, 11/2013, p. 1194.

³⁶ Cfr. Direttiva Consiglio n. 77/91/CEE.

³⁷ Cfr. §3, punto 4 della Relazione al d.lgs. 6/3003: <<perseguendo l'obiettivo politico di ampliare la possibilità di acquisizione di elementi utili per il proficuo svolgimento dell'attività sociale, ma con soluzione necessariamente coerente con i vincoli posti dalla seconda direttiva comunitaria che imperativamente vieta il conferimento di opere e servizi, si è espressamente ammessa la possibilità che in tal caso, fermo restando il divieto di loro imputazione a capitale, siano emessi strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o partecipativi>>.

³⁸ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008 a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, p. 83.

partecipativa, nel senso sopra indicato. D’altra parte, secondo gli Autori citati, proprio in ciò consisterebbe la valenza innovativa dell’art. 2346 comma 6 del Codice civile: nella possibilità di <<far partecipare al contratto sociale anche soggetti che non assumono la qualifica di soci>>. Si tratterebbe di coloro che, a fronte di apporti non imputabili a capitale, sottoscrivono strumenti finanziari partecipativi dotati, a seconda delle pattuizioni intercorse tra le parti coinvolte e nei limiti disposti dal legislatore o implicitamente ricavabili dal sistema³⁹, degli stessi, *rectius* di alcuni, diritti tipici dei soci. Affinché uno strumento sia qualificabile come partecipativo, occorrerebbe, dunque, che nell’ambito dei diritti che astrattamente possono essere incorporati “nello” strumenti stesso, almeno uno di essi, patrimoniale o amministrativo che sia, abbia natura “partecipativa”.

Queste le principali ricostruzioni del “concetto di partecipazione”, le quali, peraltro, non hanno risvolti decisivi ai fini della disciplina applicabile. Sembra a questo punto opportuno proseguire l’analisi tentando di proporre un’ipotesi ricostruttiva della fattispecie sì da poter poi delineare le affinità e le divergenze rispetto agli altri strumenti finanziari emettibili dalla società azionaria, in primis con la fattispecie azionaria e quella obbligazionaria.

1.4 Ipotesi ricostruttiva della fattispecie.

1.4.1 I dogmi del passato

Un razionale tentativo di ricostruzione della fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi, a mio modesto avviso, non può che prendere la mosse da un dato ormai acquisito nel panorama degli studiosi: quello del superamento della netta separazione tra la fattispecie azionaria e quella obbligazionaria⁴⁰, consolidatosi con la riforma del 2003.

³⁹ La tematica dei diritti attribuibili ai titolari di strumenti finanziari partecipativi sarà oggetto di disamina nel Capitolo terzo, al quale si rimanda.

⁴⁰ Ex multis cfr. M. Stella Richter jr, Strumenti finanziari e società per azioni, in La Riforma del diritto societario dieci anni dopo: per i quarant’anni di Giurisprudenza commerciale, Milano, 2014, pp. 59-60; A. Valzer, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nella società per azioni, Torino, 2012, pp. 60-68. Di opposte vedute invece M. Maugeri, Partecipazione sociale e attività di impresa, Milano, 2010, il quale valorizza la contrapposizione tra azioni e strumenti non

Tale netta contrapposizione si inseriva nel contesto della lettura in chiave “dogmatica”⁴¹ che era stata data al sistema anteriforma. Largamente diffusa era in particolare la differenziazione degli strumenti finanziari in ragione del grado di partecipazione al rischio di impresa. Seguendo tale impostazione, si distingueva nettamente tra azioni, caratterizzate dalla partecipazione “piena” (o comunque alta) a tale rischio, e obbligazioni, caratterizzate invece dall’assenza dello stesso. Conseguentemente, i soli soggetti partecipanti al rischio di impresa in senso proprio nonché al contratto sociale erano i soci in quanto titolari delle azioni, qualificate alla stregua di strumenti finanziari “partecipativi”. Si trattava dunque di una partecipazione sia in senso economico che in senso squisitamente giuridico. In posizione diametralmente opposta nella struttura finanziaria della società azionaria erano invece collocate le obbligazioni, considerate gli strumenti finanziari “non partecipativi”, posta l’assenza della “partecipazione” nella duplice connotazione sopra indicata. Tale netta contrapposizione si rifletteva non soltanto sul piano delle regole concernenti il funzionamento della società azionaria ma anche sul piano del trattamento contabile e tributario.

La lettura sopra richiamata deve tuttavia essere messa alla prova dei cambiamenti apportati dalla riforma. Anzitutto occorre considerare l’“espansione” e l’integrazione funzionale dei confini di entrambe le fattispecie, attualmente in grado di ricomprendere ipotesi tra di loro piuttosto diverse ma pur sempre riconducibili al medesimo *nomen iuris* di azione o di obbligazione. Si possono portare, senza pretese di esaustività, gli esempi delle azioni di risparmio⁴² e delle azioni a voto plurimo, ovvero, dall’ altro lato, delle obbligazioni perpetue⁴³. Il sistema si caratterizza pertanto per una significativa elasticità, seppur entro la cornice, talvolta più ristretta talaltra più ampia, delineata dal legislatore, quanto alla configurazione dei diritti patrimoniali e amministrativi incorporati nelle due

azionari emettibili dalle s.p.a., rappresentando le prime sempre un’operazione di investimento e i secondi una di finanziamento (con le relative conseguenze in punto di disciplina applicabile), pp. 242 e ss.

⁴¹ Cfr. M. Notari, Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi, in I contratti per l’impresa, II, banca, mercati e società, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, pp. 359-361.

⁴² Si tratta di azioni ontologicamente prive del diritto di voto ma dotate di particolari privilegi di natura patrimoniale. In base all’attuale disciplina, il <<contenuto del privilegio>> dovrà essere determinato dallo statuto. Tale categoria di azioni, peraltro, può essere emessa solo da società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi UE.

⁴³ Si tratta di titoli obbligazionari aventi scadenza lunghissima o, come più spesso accade, coincidente con la durata della società e con clausola di subordinazione al soddisfacimento degli altri creditori sociali. Sul piano patrimoniale tali obbligazioni attribuiscono il diritto alla percezione periodica di un interesse, eventualmente ragguagliato all’andamento economico della società.

figure tipiche. Di conseguenza sembra potersi dire superata anche la classica contrapposizione tra <<azionista proprietario>> che in quanto tale partecipa al governo societario e terzo creditore, insensibile all'andamento economico dell'impresa sociale.⁴⁴ Alla stessa finalità delle novità suddette, quella di ampliare le forme di investimento in senso lato nell'impresa azionaria, risponde (altresì) la possibilità di emettere strumenti finanziari ulteriori⁴⁵, anch'essa del resto introdotta nell'ambito della riforma stessa.

1.4.2 La struttura finanziaria della società dopo la riforma del 2003. La fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi in senso stretto.

Alla luce dell'evoluzione del quadro normativo sopra riportata nei suoi termini essenziali, si rende necessaria una “nuova” lettura della struttura finanziaria della società per azioni. Valorizzando la rubrica della sezione V del quinto libro del Codice civile stesso sembra opportuno distinguere tra strumenti finanziari in senso lato “partecipativi” e strumenti “non partecipativi”. A ben vedere il grado di partecipazione al rischio di impresa non sembra più costituire elemento decisivo per finalità classificatorie⁴⁶. Lo spazio concesso all'autonomia negoziale e statutaria consente infatti di “ridurre” la partecipazione al rischio di impresa delle azioni e dall'altro lato di “aumentare” quello

⁴⁴ Cfr. A. Valzer, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nella s.p.a., Torino, 2012, p.50, il quale afferma la necessità di insinuare tra le due figure “classiche” sopra richiamate la figura del <<socio silente ma privilegiato>> e quella del finanziatore, esposto al rischio di impresa in misura tale da legittimare un'assimilazione del suo apporto alla natura economica del capitale proprio della società.

⁴⁵ Il codice come modificato dalla riforma prevede in particolare limitandoci ai soli strumenti che possono essere emessi dalle società per azioni, tre tipologie di strumenti finanziari che si vanno ad aggiungere al tradizionale binomio costituito dalle azioni e dalle obbligazioni: si tratta degli strumenti di cui agli articoli 2346 comma 6, di quelli di cui all'art 2349 comma 3 e infine degli strumenti finanziari di partecipazione all'affare di cui all'art. 2447-ter comma 1 lett. E) . Per l'inquadramento delle fattispecie appena citate si rinvia al prosieguo di questo paragrafo e a quello successivo

⁴⁶ Cfr. M. Notari, Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi, in I contratti per l'impresa, II, banca, mercati e società, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, p. 362, ad avviso del quale, di conseguenza non è più possibile neppure fornire una distinzione che su tale elemento si fonda: quella tra strumenti rappresentativi di capitale di rischio e strumenti rappresentativi di capitale di debito. Lo stesso autore afferma come nel contesto rinnovato dalla riforma del 2003 il “grado” di partecipazione al rischio di impresa sia divenuto <<variabile (relativamente) indipendente>> delle tipologie di strumenti finanziari emettibili dalle società azionarie.

degli strumenti obbligazionari, o di taluni di essi, in misura tale da legittimare l'emissione di strumenti che, pur caratterizzati dal *nomen iuris* di obbligazione, presentano un grado di esposizione al rischio di impresa sovrapponibile, o comunque paragonabile, a quello di taluni strumenti azionari emessi dalla stessa società⁴⁷. Sicché, non sembrano pienamente corrette le argomentazioni che vogliono individuare lo spartiacque tra la fattispecie di cui all'art 2346 comma 6 del Codice e quella di cui all'art. 2411 comma 3 nell'assenza, nella prima ipotesi, di un diritto al rimborso dell'apporto. D'altra parte, non appaiono persuasive neppure le ricostruzioni⁴⁸ che individuano il *discrimen* tra strumenti partecipativi in senso stretto e strumenti finanziari non partecipativi nella previsione o meno di diritti amministrativi, di talché lo strumento sarebbe riconducibile alla prima categoria laddove tali diritti fossero effettivamente in esso incorporati e alla seconda ove fossero assenti. Tali ricostruzioni si fondano essenzialmente su dati lessicali, per i quali si rinvia *supra* al terzo paragrafo di questo capitolo, i quali non appaiono decisivi specie se si tiene a mente la "poca considerazione"⁴⁹ che il legislatore della riforma ha riservato al lessico normativo. A questo punto, sembra opportuno tentare di determinare quali, tra gli strumenti finanziari emettibili dalle società azionarie, sono da riconducibili tra quelli in senso lato partecipativi e quali, invece, tra quelli non partecipativi.

Nella prima categoria sono da annoverare anzitutto le azioni, che rimangono gli strumenti partecipativi per antonomasia nonostante la già menzionata flessibilità quanto ai diritti in esse incorporabili. Vi rientrano, come risulta evidente dal dato testuale, anche gli "altri strumenti finanziari partecipativi", cd. strumenti finanziari partecipativi in senso stretto. Con tale ultima espressione ci si riferisce ai più volte menzionati strumenti di cui all'art.2346 comma 6 del Codice⁵⁰.

⁴⁷ Tale circostanza risulta ormai pacifica, ex multis cfr. A. Valzer, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nella s.p.a., Torino, 2012, pp 59-63; M. Notari, Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi, in I contratti per l'impresa, II, banca, mercati e società, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, pp. 361-362.

⁴⁸ Per i sostenitori di questa teoria si rinvia *supra* alla nota 27.

⁴⁹ Cfr. R. Costi, Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, in Il nuovo diritto delle società (diretto da) P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, p 732.

⁵⁰ Tale disposizione prevede la possibilità che la società emetta <<strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi, escluso il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti, a fronte di apporti dei soci o di terzi anche di opera o servizi>>. In caso di emissione, spetterà allo statuto disciplinare le modalità e le condizioni di emissione, i diritti incorporati, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni nonché, se ammessa, la legge di circolazione.

Avendo escluso l'utilità a fini classificatori dei criteri costituiti dal grado di partecipazione al rischio di impresa da un lato e quello dell'attribuzione di diritti amministrativi dall'altro, il tratto distintivo degli strumenti riconducibili nell'ambito della prima categoria dovrà individuarsi in un "elemento ulteriore": la partecipazione all'organizzazione societaria⁵¹. Da tale partecipazione, peraltro, discenderà di regola, ancorché non necessariamente, anche una maggiore esposizione al rischio di impresa. Gli strumenti di cui all' art. 2346 comma 6 sono dunque qualificabili come partecipativi nel senso che consentono di "partecipare" alla società, incorporando (taluni) diritti caratterizzanti la partecipazione sociale in senso proprio. La valenza innovativa della disposizione dovrebbe dunque individuarsi nell'ampliamento del novero dei soggetti che possono partecipare all'organizzazione societaria⁵², non più soltanto i soci ma anche, astrattamente, soggetti estranei alla compagine sociale stessa: i sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi in senso stretto. La partecipazione all'organizzazione societaria, peraltro, non sembra imporre che lo statuto costituisca la fonte esclusiva degli strumenti finanziari in commento. Ben si possono ipotizzare, infatti, strumenti partecipativi in senso stretto che siano il frutto (anche) di pattuizioni ulteriori collegate allo statuto medesimo, volte a regolare aspetti ulteriori rispetto a quelli che la norma codicistica "attribuisce" alla competenza dello statuto e dunque, in sostanza, alla competenza dell'assemblea straordinaria⁵³. Per essere qualificato e qualificabile come partecipativo sarà pertanto necessario e sufficiente che lo strumento finanziario incorpori uno o più diritti, patrimoniali e/o amministrativi, propri della partecipazione sociale⁵⁴ salvi i limiti dettati dalla legge. Conferme della correttezza del concetto di "partecipazione" prescelto si traggono analizzando la fattispecie sotto la "lente" del criterio da abbandonarsi, quello più volte citato del grado di esposizione al rischio di impresa della società emittente. Gli

⁵¹ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008 a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, pp 55 e ss.; nello stesso senso cfr. M. Notari, *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *I contratti per l'impresa*, II, banca, mercati e società, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, p.363.

⁵² Sul punto cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008 a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, p. 84; M. Notari, *Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi*, in *I contratti per l'impresa*, II, banca, mercati e società, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, p. 363-364.

⁵³ Sul punto si rinvia infra nel capitolo successivo.

⁵⁴ In questo senso M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008 a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, pp. 84-85; Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 164, *Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi*, 7 novembre 2017. Per l'analisi dei diritti attribuibili agli strumenti in esame si rinvia al Capitolo terzo.

strumenti di cui all'art 2346 comma 6, infatti, possono transitare sia al di sopra che al di sotto dell'incerta linea di confine che separa il binomio azioni-obbligazioni. Non appare dunque corretta la collocazione degli strumenti finanziari ex art. 2346 comma 6 "tra" la fattispecie azionaria e quella obbligazionaria. In altre parole, non sembra esaustiva una ricostruzione che individua il tratto caratterizzante la fattispecie nella sussistenza di una partecipazione al rischio di impresa minore rispetto alle azioni ma maggiore rispetto alle obbligazioni. Se infatti non si dubita della configurabilità di strumenti partecipativi in senso stretto, privi del diritto al rimborso dell'apporto eseguito, non sembra doversi escludere neppure la possibilità di emettere strumenti finanziari che incorporino tale diritto unitamente ad una determinata remunerazione del medesimo e, ciò nonostante, ascrivibili alla categoria in esame in quanto la natura "partecipativa" nel senso sopra ricordato, connota i diritti amministrativi propri degli stessi⁵⁵ nel caso di specie.

Nella seconda categoria, quella degli strumenti finanziari "non partecipativi", vanno annoverati, invece, oltre alle obbligazioni, anche gli strumenti di cui all'art. 2411 comma 3 del codice⁵⁶ e gli strumenti che partecipano ai risultati del patrimonio destinato all'affare ex 2447-ter comma 1 lett. E). L'elemento caratterizzante tali strumenti finanziari, *a contrario*, sembra doversi individuare nella mancata partecipazione all'organizzazione societaria.

Avendo ricostruito nei termini di cui sopra la potenziale struttura finanziaria della società, si dovrà provvedere ad "individuare" i tratti essenziali e caratterizzanti le singole fattispecie ascrivibili alle due categorie generali, prendendo le mosse dagli strumenti riconducibili alla prima. I profili relativi alla disciplina saranno invece approfonditi nei capitoli successivi. Preme peraltro sottolineare come una distinzione tra "elementi della fattispecie" e profili di disciplina, talvolta piuttosto labile, può essere proposta con finalità meramente espositive, considerando che già nell'analisi di alcuni elementi della

⁵⁵ Conferme in tal senso possono trarsi dalla giurisprudenza: nel senso della configurabilità di strumenti partecipativi strutturati quali apporti di capitale di debito cfr. Tribunale di Bologna, sentenza 01/10/2020, n. 2984; I profili relativi alla disciplina applicabile in tale ipotesi saranno affrontati nel prosieguo del lavoro.

⁵⁶ Tali strumenti vengono frequentemente definiti "para-obbligazionari" stante la loro integrale soggezione alla disciplina dettata per tali strumenti. Ex multis cfr. M. Notari, Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi, in I contratti per l'impresa, II, banca, mercati e società, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, p.360. Altri autori ragionano invece in termini di strumenti finanziari "quasi obbligazionari", cfr. A. Valer, Gli strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nella s.p.a., Torino, 2012, p 93.

fattispecie si incontreranno aspetti e disposizione che appartengono, più propriamente, al quadro disciplinare.

1.5 SFP e altri strumenti emettibili dalle società azionarie: confronto e spazi di operatività.

Pur caratterizzandosi entrambi per la partecipazione al contratto sociale⁵⁷, la fattispecie azionaria e quella degli strumenti finanziari partecipativi in senso stretto conservano rilevanti differenze.

Le azioni costituiscono infatti il “paradigma” della partecipazione sociale, non essendo concepibile una società azionaria in assenza di partecipazioni azionarie. Viceversa, l’emissione di strumenti ex art. 2346 comma 6 costituisce una mera eventualità. D’altra parte, benché agli strumenti partecipativi in senso stretto possono essere attribuiti diritti sociali, anche volendo ipotizzare la legittimità di una completa equiparazione sul piano patrimoniale⁵⁸, resta in ogni caso esclusa la possibilità di attribuire ai titolari degli stessi il diritto di voto nell’assemblea generale degli azionisti. La principale distinzione concerne comunque, in senso lato, gli “apporti” a fronte dei quali vengono emessi gli strumenti riconducibili alla categoria in esame. Nel caso delle azioni, infatti, gli apporti, *rectius*, in questo caso, i conferimenti, verranno imputati a capitale sociale e assoggettati alla relativa disciplina. Diversamente, gli apporti emessi dai sottoscrittori di strumenti partecipativi in senso stretto si caratterizzano, in negativo, proprio per la mancata imputazione al capitale sociale stesso.⁵⁹

⁵⁷Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008 a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 83.

⁵⁸ Per le considerazioni relative ai diritti patrimoniali conferibili si rinvia al Capitolo terzo. Peraltro, nel senso dell’impossibilità di replicare totalmente il contenuto patrimoniale delle azioni, quale conseguenza del principio di tipicità della società il quale si rifletterebbe anche sulle stesse <<partecipazioni>> al contratto sociale cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008 a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, p.93.

⁵⁹ Cfr §3 punto 4 della Relazione governativa al d.lgs. 6/2003 per il quale vedasi *supra* nota 32.

La fattispecie ex art. 2346 comma 6 si contraddistingue, d'altro canto, anche dalle altre fattispecie di strumenti finanziari che possono essere emesse dalle società azionarie.

In prima approssimazione si può infatti notare come l'attribuzione ai sottoscrittori di diritti sociali, in quanto derivanti dal contratto sociale, seppur entro limiti, espliciti o impliciti, dettati dal legislatore, valga a distinguere la fattispecie in commento da tutte le figure di strumenti finanziari non partecipativi sopra menzionate.

Più in particolare, rispetto alla fattispecie obbligazionaria, quella degli strumenti ex art. 2346 comma 6, d'ora in poi anche "SFP" per facilità espositive, si caratterizza per la "neutralità causale"⁶⁰ sottesa all'apporto. Se è vera la ricostruzione della fattispecie *supra* prospettata, conseguentemente rientrerà nell'ampia discrezionalità riconosciuta all'autonomia privata la possibilità di prevedere o escludere⁶¹, sul piano patrimoniale, un diritto al rimborso dell'apporto effettuato a favore del titolare dello strumento stesso. Peraltro, laddove tale diritto fosse previsto, deve ritenersi applicabile la disciplina dettata per gli strumenti obbligazionari, in primis relativamente ai limiti di emissione ex art. 2412 del Codice, se la tassonomia dello strumento evidenzia finalità elusive⁶². Diversamente, deve ritenersi applicabile lo "statuto" degli strumenti finanziari partecipativi in senso stretto, costituito dalle disposizioni di cui agli artt. 2346, 2351 e 2376 del Codice. Le obbligazioni invece, pur diversamente configurabili dall'autonomia privata, stante la flessibilità più volte menzionata nei precedenti paragrafi, afferiscono in ogni caso all'area del capitale di debito della società emittente. La causa del rapporto può facilmente individuarsi nel contratto di mutuo o di finanziamento. Le obbligazioni propriamente dette, infatti, attribuiscono un diritto al rimborso dell'apporto effettuato che, pur potendo essere subordinato al soddisfacimento di altri creditori, non potrà mai essere ancorato all'andamento economico della società, potendo in questo senso dipendere solo il pagamento degli interessi.

⁶⁰ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008 a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, pp. 73-74.

⁶¹ Al contrario, nel senso della necessità di annoverare la fattispecie degli SFP nell'ambito del capitale di rischio cfr. ex multis A. Valzer, Gli Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nella S.p.a., Torino, 2012, pp. 100 e ss.; M. Manuli, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche, in *Le società*, 11/2013, p.1193.

⁶² Tali profili saranno oggetto di analisi più approfondita nei capitoli successivi, ai quali si fa rinvio.

Considerazioni molto simili valgono a distinguere la fattispecie degli SFP da quella degli strumenti finanziari non partecipativi di cui all'art. 2411 comma 3 del Codice civile. Sembra infatti preferibile ricostruire il quadro sistematico in modo che tale ultima fattispecie non si sovrapponga con quella degli SFP; la sovrapposizione, in vero, determinerebbe l'astratta applicabilità di discipline distinte ed in parte contrastanti, il che, conseguentemente, comporterebbe sforzi ermeneutici notevoli e verosimilmente esposti al rischio di incorrere in fallacie argomentative. Assumendo dunque il presupposto del "legislatore razionale e sistematico"⁶³ sembra possibile individuare gli elementi distintivi delle fattispecie "para-obbligazionaria"⁶⁴ come segue. L'operazione economica sottostante avrà sempre natura di finanziamento, il rimborso del capitale, tuttavia, risulterà ancorato all'andamento economico della società⁶⁵, non incidendo quest'ultimo esclusivamente sull'entità degli interessi, come accade nel caso delle obbligazioni propriamente dette. Infine, vale la pena ribadirlo, si dovrà trattare di strumenti privi di diritti "partecipativi" nel senso più volte impiegato, sia sul piano patrimoniale che su quello amministrativo.

Più complessa, invece, l'individuazione degli elementi della fattispecie degli strumenti finanziari di partecipazione all'affare oggetto di patrimonio destinato di cui all'art 2447-ter comma 1 E) del Codice. Tramite la costituzione di un patrimonio destinato ad uno specifico affare, la società potrà, seppur nei limiti dell'oggetto sociale, dedicarsi alla realizzazione di un affare determinato oppure valersi del finanziamento di un terzo particolarmente interessato allo stesso, beneficiando di un regime speciale quanto alla responsabilità patrimoniale. Delle obbligazioni contratte per la realizzazione dello specifico affare risponde, infatti, esclusivamente il patrimonio ad esso destinato. Dall'altro lato, i titolari di crediti per obbligazioni contratte con la società nell'esercizio delle "altre" altre attività sociali non vanteranno alcuna pretesa sul "patrimonio destinato"

⁶³ Cfr. Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008 a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, pp. 132-133.

⁶⁴ Cfr. M. Notari, Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi, in I contratti per l'impresa, II, banca, mercati e società, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012, p.360.

⁶⁵ L'entità del credito alla restituzione spettante al titolare dello strumento risulterà pertanto soggetto a proporzionale riduzione se, nel corso della durata del prestito, la società riporta perdite di esercizio. Seconda altra impostazione, per la quale cfr. A. Giannelli, Commento all'art 2411, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, p. 60 e ss., l'entità del credito dovrà subire una riduzione proporzionale laddove, al termine della durata del prestito, la società disponga di un patrimonio netto inferiore a quello risultante dal bilancio o da un'apposita situazione patrimoniale al momento dell'emissione.

ex art 2447-bis. Analizzando la disciplina dettata per tali strumenti finanziari⁶⁶ risulta, *prima facie*, un difetto di coordinamento con quella dettata per gli SFP. Emblematico, in tal senso, risulta la diversità di soluzioni quanto alla fonte negoziale e alla competenza a stabilire contenuto, caratteristiche, modalità di emissione e relative condizioni⁶⁷. Risultano pertanto fondati i dubbi⁶⁸ circa la configurabilità e di un rapporto di genere a specie e di parziale coincidenza tra le due fattispecie. Piuttosto sembra che la fattispecie di cui al comma 1 E) dell'art.2447-ter sia riconducibile nell'ambito della categoria degli strumenti finanziari non partecipativi in senso ampio. Tale conclusione non deve, peraltro, indurre a escludere la legittimità dell'emissioni di SFP "legati" ad un patrimonio destinato, dovendosi in tal caso ritenere applicabile la disciplina per questi ultimi dettata. Sembra infatti che tale facoltà rientri nella discrezionalità riconosciuta all'autonomia privata e che non vi siano argomentazioni sistematiche che inducano a concludere diversamente.⁶⁹ Infine, occorre raffrontare la figura degli SFP con la fattispecie introdotta dal II comma dell'art. 2349 del Codice civile⁷⁰. Intuitivamente si evince come le nozioni

⁶⁶ Segnatamente si tratta degli art. 2447-ter comma 1 E), 2447-sexies e 2447-octies del Codice civile.

⁶⁷ Tali competenze sono attribuite dall'art 2446 comma 6 allo statuto e dunque ad una delibera dell'assemblea straordinaria per gli SFP. Diversamente, ai sensi dell'art 2447-ter comma 2, la deliberazione che <<destina un patrimonio ad un singolo affare>>, la quale dovrà indicare, tra l'altro, l'eventuale possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione allo stesso e i diritti ad essi incorporati, rientra, salva diversa disposizione dello statuto, nella competenza dell'organo amministrativo.

⁶⁸ In tal senso cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008 a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, pp. 121-124. Diversamente, nel senso della configurabilità di una sottospecie del più ampio *genus* degli strumenti finanziari partecipativi, cfr. P. Tullio, Finanziamenti finalizzati nella s.p.a.: azioni correlate e strumenti finanziari di partecipazione all'affare, in Rivista di diritto Societario, 2013,II,pp. 364 3 ss, per la cui posizione si rinvia *supra* alla nota 14; M. Notari, Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina, in Banca borsa, borsa e titoli di credito, I, 2003, pp. 545 ss., ad avviso del quale <<l'apparente contrasto>> tra le due discipline potrebbe essere superato distinguendo il "contenuto" degli strumenti emettabili. La competenza dell'organo gestorio si estenderebbe sino all'emissione di strumenti finanziari che non attribuiscono diritti, patrimoniali o amministrativi, che vanno oltre la partecipazione ai risultati economici del patrimonio destinato. Viceversa, troverebbe applicazione la disciplina dettata dall'art 2346 comma 6 allorché si intenda emettere SFP "legati" ad un patrimonio destinato. Tale ultima conclusione, come meglio verrà specificato nel testo, non sembra revocabile in dubbio neppure escludendo la configurabilità del suddetto rapporto.

⁶⁹ Per più approfondite considerazioni sugli strumenti di partecipazione all'affare cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008 a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, pp.121-125; A.L. Niutta, Strumenti finanziari nei patrimoni destinati ex art. 2447-bis, I comma, lett.A): un nuovo mezzo di finanziamento nel diritto delle società per azioni e un nuovo prodotto finanziario per il mercato?, In Rivista del diritto commerciale, n. 1-2-3, 2006, pp. 235 e ss.

⁷⁰ <<L'assemblea straordinaria può altresì deliberare l'assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti.

di strumenti finanziari “evocate” dalle suddette disposizioni siano tra di loro pressoché coincidenti⁷¹. La distinzione tra le due fattispecie, a ben vedere riguarderà la “genesì” ovvero l’apporto a fronte del quale avverrà l’emissione. Invero, il primo comma dello stesso art. 2349 prevede la possibilità che l’assemblea straordinaria deliberi l’assegnazione di utili ai lavoratori dipendenti della società o di società controllate, tramite l’assegnazione gratuita di “speciali” categorie di azioni. L’assegnazione si risolve, in sostanza, in una gratifica che trova la propria causa nel rapporto di lavoro. *Mutatis mutandis* sembra possibile sostenere che gli strumenti finanziari siano assegnati ai dipendenti ex art. 2349 comma 2 in assenza di qualsiasi apporto, dovendosi individuare il motivo dell’assegnazione, come nel caso di cui al comma precedente, nella sussistenza del rapporto di lavoro. In sostanza, le fattispecie in esame sembra differenziarsi da quella “tipica” degli SFP di cui all’art. 2346 proprio per tale gratuità ancorata al rapporto di lavoro e non necessariamente, invece, per la diversità del loro contenuto, ben potendosi ipotizzare l’emissione di strumenti finanziari a favore dei dipendenti attributivi di diritti analoghi agli altri SFP (eventualmente) emessi dalla società⁷².

1.6 Uno sguardo comparatistico

A conclusione di questo primo capitolo, ai fini di un inquadramento “a tutto tondo”, sembra opportuno mettere a confronto la fattispecie degli SFP con alcune figure di strumenti “ibridi”⁷³, più o meno simili, previste da altri ordinamenti.

Muovendo dagli ordinamenti di *civil law*, i primi strumenti ai quali occorre fare riferimento, se non altro per le analogie con la fattispecie degli SFP, sono senz’altro le *parts bénéficiaires* belghe. Tali strumenti possono essere emessi sia in sede di costituzione che *durante societate* a fronte di apporti non imputati a capitale sociale. L’apporto potrà

In tal caso possono essere previste norme particolari riguardo alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti, alla possibilità di trasferimento ed alle eventuali cause di decadenza o riscatto>>.

⁷¹ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008 a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, pp. 120, ove si parla della <<medesima nozione>> di strumenti partecipativi.

⁷² Cfr. L. Autuori, Commento all’art 2349, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008 a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, p. 120-121.

⁷³ L’impiego dell’espressione sembra quasi imporsi: negli ordinamenti stranieri, in particolare in quelli di matrice anglosassone, non si rinvergono tracce di “strumenti finanziari partecipativi” né di titoli partecipativi. Si ragiona piuttosto in termini di strumenti “ibridi”, quali fattispecie collocate nella “zona grigia” tra le azioni e le obbligazioni.

consistere nel versamento di una somma di denaro ovvero in una prestazione d'opera o servizi. Massima libertà è riconosciuta all'autonomia statutaria quanto al contenuto di tali strumenti. Sul piano patrimoniale, lo strumento potrà avere caratteristiche tali da avvicinarlo tanto alla fattispecie azionaria che a quella obbligazionaria. Ai possessori potrà infatti essere attribuito il diritto ad un dividendo periodico, eventualmente maggiorato, o ancora, il diritto a partecipare alla liquidazione dell'attivo e financo il diritto al rimborso dell'apporto. La discrezionalità riconosciuta all'autonomia statutaria non incontra particolari limitazioni neppure per quanto concerne i diritti amministrativi, ben potendosi riconoscere ai possessori di tali strumenti il diritto di voto in assemblea. Per "controbilanciare" tale libertà e impedire che i titolari di tali strumenti dispongano della maggioranza sufficiente a determinare la volontà sociale, pregiudicando così il principio di correlazione tra potere e rischio, l'ordinamento belga prevede una serie di meccanismi di salvaguardia. La legge prevede infatti la possibilità di attribuire non più di un voto per ciascun titolo, d'altra parte, il numero complessivo di voti attribuiti a tali strumenti non può, in ogni caso, superare la metà di quelli attribuiti alle azioni.⁷⁴

Nell'esperienza francese, la fattispecie che presenta le caratteristiche più simili a quella degli SFP è costituita dai *titres participatifs* disciplinati dal Code de Commerce. Si tratta di valori mobiliari che possono essere emessi esclusivamente da società operanti nel settore pubblico o da società cooperative, al fine di acquisire risorse finanziarie senza alterare i rapporti di "potere" tra i soci. Tali titoli potranno essere negoziati e/o rimborsati soltanto allo scadere della società, ovvero al termine di un periodo non inferiore a sette anni dall'emissione, ma soltanto, in quest'ultimo caso, su iniziativa della società medesima. La competenza, e per l'emissione e per il rimborso, spetta all'organo amministrativo previa autorizzazione dell'assemblea ordinaria della società emittente. Sul piano patrimoniale la legge prevede il diritto ad una remunerazione composta da una parte fissa ed una variabile, ancorata all'andamento economico della società emittente. Dall'altro lato, l'eventuale rimborso in sede di liquidazione è in ogni caso subordinato al preventivo soddisfacimento integrale degli altri creditori sociali. Quanto ai diritti amministrativi, invece, ai portatori dei titoli viene anzitutto riconosciuto un diritto di

⁷⁴ Per un'analisi più specifica della fattispecie in esame cfr. C. Cincotti, L'esperienza delle *parts bénéficiaires* belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art 2346 cc. In Banca borsa e titoli di credito, 2004, I, pp. 221 e ss.

informazione analogo a quello di cui godono gli azionisti. Dall'altro lato la legge prevede un'apposita assemblea di categoria per i portatori di titoli appartenenti alla medesima emissione, per garantire la tutela degli interessi propri della categoria stessa, unitamente ad un rappresentante comune.⁷⁵

Per fornire un quadro “sufficientemente” rappresentativo delle esperienze proprie degli ordinamenti di *civil law* sembra opportuno fare menzione dei *Genußrechte* tedeschi. Si tratta di strumenti di finanziamento elaborati dalla prassi societaria “capaci” di rivestire diverse funzioni e di vario contenuto.⁷⁶ Tali strumenti si sostanziano in un finanziamento a favore della società a fronte del quale possono essere previsti diritti propri degli azionisti, in particolare di natura patrimoniale, seppur in assenza di imputazione a capitale e senza quindi attribuire la qualità di socio. Di regola, infatti, tali strumenti attribuiscono un diritto di partecipazione agli utili ed eventualmente una quota dell'attivo in caso di liquidazione. Viceversa, il diritto alla restituzione dell'apporto sarà limitato ai casi in cui sussistano in toto i caratteri propri del prestito. Sul piano amministrativo, ai titolari degli strumenti suddetti non potrà essere riconosciuto il diritto di voto in assemblea e neppure il diritto di impugnare le delibere assembleari.

I pochi esempi sopra riportati sono emblematici per evidenziare una “linea di tendenza”, comune ai legislatori europei⁷⁷, ad affievolire la netta linea di demarcazione tra capitale di rischio e capitale di debito, anche ma non esclusivamente, tramite la positivizzazione della possibilità di emettere strumenti “ibridi” suscettibili di assumere caratteristiche talvolta riconducibili all'uno talvolta all'altro per rispondere alle esigenze concrete derivanti dall'esercizio dell'impresa societaria. La contrapposizione tra capitale di rischio e capitale di debito, seppur sbiadita, non può comunque ritenersi del tutto scomparsa, almeno negli ordinamenti di *civil law*.

⁷⁵ Cfr. B. Bouloc, *Le nouvelles valeurs mobilières: les certificats d'investissement et les titres participatifs (Titre I, chapitres 5 et 6 de la loi 83-1 du 3 janvier 1983)*, in *Revision Societale*, 1983, p.523.

⁷⁶ Cfr. M. Miola, I conferimenti in natura, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 2004, p.206.

⁷⁷ Tale fenomeno non deve stupire, numerosi sono infatti gli esempi di imitazione o addirittura di veri e propri “trapianti normativi” di interi sistemi di regole da un paese all'altro. Ex multis cfr. A. Watson, *Il trapianto di norme giuridiche: un approccio al diritto comparato*, Napoli, 1984; V. Varano - V. Barsotti, *La tradizione giuridica occidentale*, Torino, 2021, p. 16 e ss.

In ottica comparatistica resta ora da analizzare, seppur brevemente, l'esperienza degli ordinamenti di common law e in particolare quella britannica e quella statunitense. Come anticipato⁷⁸, caratteristica comune agli ordinamenti di matrice anglosassone è l'assenza di riferimenti normativi agli "strumenti partecipativi". Accanto agli strumenti di *equity* e di *debt*, rispettivamente strumenti rappresentativi di capitale di rischio e strumenti rappresentativi di capitale di credito, tali ordinamenti contemplano gli "strumenti ibridi", cd. *hybrid securities*⁷⁹, sovente privi di espresso riconoscimento normativo. Senza pretese di esaustività si possono portare gli esempi delle *perpetual notes*, espressamente previste in Inghilterra dal Companies Act del 2006, e dei *voting bonds*. Quanto alle prime, si tratta di strumenti che incorporano un finanziamento la cui scadenza coincide di regola con lo scioglimento della società o, se previsto nello statuto, con il termine della società medesima. Tali strumenti riconoscono al titolare il diritto alla percezione periodica di interessi e la legittimazione a chiedere il fallimento della società in caso di insolvenza. Nessun diritto è invece previsto sul piano amministrativo. La rilevante partecipazione al rischio di impresa, almeno ai fini del rimborso del capitale, vale indubbiamente ad avvicinare la fattispecie in esame a quella azionaria. Diversamente, i *voting bonds* sono titoli di debito ai quali viene attribuito il diritto di voto nell'assemblea generale della società, eventualmente limitato a specifiche materie previste dallo statuto.

Alla luce di queste brevi considerazioni può affermarsi che gli ordinamenti di common law condividano con la tradizione di *civil law* "l'ampio" margine discrezionale riconosciuto all'autonomia privata quanto alla determinazione del contenuto degli strumenti ibridi di finanziamento. Tale margine, peraltro, risulta verosimilmente anche maggiore nei primi, in considerazione dell'esiguità, in termini quantitativi, delle regole finalizzate a garantire l'integrità del capitale sociale nell'ordinamento inglese e l'assenza di una disciplina a ciò finalizzata in quello statunitense. A questo punto, è opportuno

⁷⁸ Cfr. nota 73 *supra*.

⁷⁹ Si distingue ulteriormente tra "*hybrid equity*" e "*hybrid debt*" a seconda che tali strumenti ibridi presentino maggiori analogie con gli strumenti rappresentativi di capitale di rischio o con quelli rappresentativi di capitale di credito, in particolare con riferimento al rischio, al rendimento e ai poteri di "ingerenza" nella gestione. Sul punto cfr. L. Enriquez, *Quartum non datur*: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia, in Banca borsa e titoli di credito, 2005, II, p. 165 e ss., al quale si rinvia anche per un'analisi dei titoli riconducibili alla categoria.

proseguire la trattazione con la disamina dei tratti generali della fattispecie degli SFP delineata dal nostro ordinamento.

CAPITOLO 2: DALL'APPORTO ALL'EMISSIONE: DISCIPLINA E LIMITI DEGLI SFP

2.1 SFP e titoli di credito

Inquadrata la figura degli SFP nel sistema e fornita una “panoramica” degli strumenti ibridi previsti da altri ordinamenti, si deve proseguire esaminando i tratti generali della fattispecie, prendendo le mosse dalla natura del rapporto giuridico sottostante all’emissione. Preliminarmente, peraltro, si impongono talune considerazioni inerenti alla “forma” che tali strumenti possono assumere ed in particolare ai caratteri della negoziabilità (*rectius* trasferibilità), dell’incorporazione in titoli di credito e infine della serialità.

Quanto alla prima caratteristica, non sembra doversi dubitare della legittimità dell’emissione di SFP non trasferibili. In tal senso sembra infatti deporre la stessa disposizione di cui al sesto comma dell’art. 2346 c.c., la quale include la legge di circolazione, se ammessa, tra le materie demandate alla disciplina statutaria.⁸⁰ Tale formulazione, peraltro, non risulta del tutto univoca nel chiarire se lo statuto possa inibire *tout court* la circolazione, ovvero se possa soltanto optare per una delle “leggi di circolazione” dettate per i titoli di credito⁸¹, con applicazione residuale della disciplina di diritto “comune” dettata per il trasferimento di cose mobili, se nulla venisse in concreto previsto⁸². Sembra opportuno aderire alla prima delle ricostruzioni prospettate⁸³. Invero,

⁸⁰ Vale la pena rinviare *supra* alla nota 50 per la disposizione di cui all’art.2346 sesto comma del Codice.

⁸¹ L’ordinamento contempla tre “varianti” per la circolazione dei titoli di credito: al portatore, all’ordine e nominativi.

⁸² Cfr. A. Bartolacelli, La partecipazione non azionaria nella s.p.a., Milano, 2012, p. 64; nel senso dell’incertezza derivante dal dato letterale cfr. anche M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, pp.63-65.

⁸³ Cfr. ex multis, A. Bartolacelli, La partecipazione non azionaria nella s.p.a., Milano, 2012, pp. 59 e ss.; M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, pp.63-65; G. Brancadoro, Strumenti finanziari e mercato mobiliare, Milano, 2005, pp.108 e ss., secondo il quale la suddetta conclusione si imporrebbe stante la (presunta) indisponibilità della legge di circolazione.

potrà essere esclusivamente la circolazione ad essere ammessa o meno e non anche la relativa legge, per la quale la questione andrebbe posta in termini di “scelta” tra le varianti ricordate e non di ammissione od esclusione. La possibilità di trasferire il titolo, così come l’eventuale legge di circolazione, dovranno dunque essere disciplinate da un’apposita disposizione statutaria.

A questo punto, si pone il problema di determinare la disciplina applicabile laddove lo statuto nulla prevedesse a riguardo. Valorizzando il dato testuale, correttamente interpretato nei termini di cui sopra, si deve ritenere che in tal caso gli strumenti saranno di regola intrasferibili⁸⁴. Invero, la possibilità di emettere SFP intrasferibili riflette <<l’indole (potenzialmente) personalistica>>⁸⁵ sottesa all’emissione stessa, la quale, come si vedrà infra trattando la disciplina degli apporti, ben potrebbe trovare fondamento proprio nell’ *intuitus personae* del sottoscrittore. Se questa è la ratio sottesa all’intrasferibilità, sembra possibile sostenere che nel silenzio dello statuto debba essere preclusa qualsiasi forma di circolazione, con l’unica eccezione del trasferimento di “diritto comune”. Del resto, non sembrano esservi ragioni per escludere la legittimità di un negozio consensuale come quello considerato. Aderendo alla conclusione opposta, peraltro, si richiederebbe una modifica dello statuto al fine di includere una clausola concernente la trasferibilità, il che si risolverebbe in un “inutile appesantimento” delle pratiche commerciali difficilmente rispondente alla volontà del legislatore.

Dall’altro lato, in presenza di una clausola statutaria che si limitasse a prevedere l’intrasferibilità degli SFP emessi, senza ulteriori statuizioni a riguardo, si finirebbe per lasciare privi di tutela i titolari degli strumenti stessi, quanto meno nell’ipotesi di sottoscrizione di strumenti a tempo indeterminato. Per sopperire a tale situazione sembra ipotizzabile l’applicazione analogica della disciplina dettata dall’art. 2355-bis comma 1 del Codice civile per il caso di intrasferibilità delle azioni⁸⁶. *Mutatis mutandis* è razionale ritenere che la limitazione quinquennale del vincolo di intrasferibilità debba in questo

⁸⁴ Diversamente, V. Salafia, Titoli di partecipazione e di debito, in *Le Società*, 2004, pp. 282 e ss., distingue tra strumenti ex art. 2349, i quali sarebbero intrasferibili, e strumenti ex art. 2346 comma 6, necessariamente trasferibili, effettuando poi alcune valutazioni ulteriori con riferimento a quelli emessi a fronte di prestazioni d’opera o servizi.

⁸⁵ In questi termini cfr. A. Bartolacelli, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, 2012, p. 65.

⁸⁶ Cfr. A. Bartolacelli, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, 2012, p.65 e ss.

caso operare a partire dalla sottoscrizione dello strumento stesso. Del resto, tale soluzione appare coerente con la disciplina specificatamente dettata per il caso di intrasferibilità delle azioni, in base alla quale il termine decorre <<dal momento in cui il divieto viene introdotto>>⁸⁷.

Non sembrano invece porsi analoghi problemi di tutela nel caso di sottoscrizione di SFP a tempo determinato. Anzi, ipotizzando l'applicazione della medesima disciplina anche nell'ipotesi da ultimo considerata, si finirebbe per riconoscere al titolare un ingiustificato diritto di recedere *ad nutum*⁸⁸, il che contrasterebbe, peraltro, con i "principi" generali dell'ordinamento.

Se dunque non sembrano porsi ragioni per escludere la legittimità di SFP intrasferibili, *a fortiori* dovranno considerarsi legittime le clausole statutarie che limitino il trasferimento, pur senza escluderlo. Resta inteso, peraltro, come la possibilità di limitare o escludere *tout court* la circolazione degli SFP possa riguardare una o più categorie interne e non debba, invece, necessariamente riguardare indistintamente tutti quelli emessi dalla società. A questo punto, occorre dar conto del dibattito esistente circa la potenziale applicabilità analogica dei rimedi di cui al secondo comma dell'art.2355-bis nel caso di clausole, legittime, che subordinino il trasferimento dei titoli al <<mero gradimento di organi sociali o di (altri) soci>>. Taluni⁸⁹ autori, in ragione dell'insussistenza della necessità di garantire in ogni caso la possibilità di trasferimento, ne escludono l'applicabilità per assenza dell'*eadam ratio*. Altri autori⁹⁰ propendono invece per l'applicazione "parziale" della norma, limitata all'obbligo di acquisto ed escludendo dunque la configurabilità del diritto di recedere⁹¹. Peraltro, nell'ipotesi di obbligo di acquisto a carico della società, gli autori ritengono necessario un qualche correttivo per impedire che il diniego del (mero) gradimento da parte della società

⁸⁷ Cfr. A. Bartolacelli, La partecipazione non azionaria nella s.p.a., Milano, 2012, p.65 e ss.; L. Stanghellini, Commento all'art. 2355-bis, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, pp.559 e ss., 570.

⁸⁸ Cfr. A. Bartolacelli, La partecipazione non azionaria nella s.p.a., Milano, 2012, pp.65 e ss.

⁸⁹ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, p. 64.

⁹⁰ Cfr. A. Bartolacelli, La partecipazione non azionaria nella s.p.a., Milano, 2012, p. 64; A. Tucci, Limiti alla circolazione delle azioni, in Il nuovo diritto delle società, (diretto da) P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, p. 615 e ss; D. Corapi, Clausole di mero gradimento e clausole di prelazione, in Le Società, 2005, p. 833.

⁹¹ Per la tematica si rinvia *infra* al terzo Capitolo.

nasconda in realtà un tentativo da parte degli amministratori di acquisire i diritti amministrativi di cui gli strumenti siano (eventualmente) dotati. Tale correttivo potrà (e dovrà) verosimilmente consistere nell'applicazione analogica della disposizione di cui all'art.2357-ter comma 2 del Codice, con la conseguente "neutralizzazione" dei diritti amministrativi stessi. La medesima esigenza non viene, invece, rilevata nel caso in cui l'obbligo di acquisto incomba sui soci che abbiano negato il loro gradimento⁹². La circolazione degli SFP potrà essere limitata anche subordinandone l'alienazione al verificarsi di particolari condizioni, così come dovranno considerarsi legittime clausole di prelazione nell'acquisto⁹³. Resta inteso, peraltro, che laddove gli SFP siano incorporati in titoli di credito⁹⁴, l'opponibilità delle restrizioni alla circolazione all'acquirente sarà subordinata all'esplicita indicazione delle stesse anche sui titoli medesimi. Ancorché ricavabile dall'analisi sopra condotta, sembra opportuno notare come nel caso in cui sia in concreto preclusa la circolazione e debba pertanto escludersi la caratteristica della negoziabilità dello strumento, dovrà altresì escludersi la qualificazione dello stesso in termini di strumento finanziario ai sensi del T.U.F.

Considerando invece l'ipotesi opposta, quella in cui non venga esclusa la trasferibilità degli strumenti in parola, si pone un'ulteriore questione, quella di determinare le leggi di circolazione eventualmente applicabili. In altre parole, si tratta di stabilire se la discrezionalità concessa dal legislatore all'autonomia statutaria sia tale da legittimare l'emissione di SFP nominativi, al portatore o all'ordine. Benché la formulazione utilizzata deponga a favore di tale circostanza, sembra opportuno analizzare la questione sulla scorta della disciplina dettata per la fattispecie azionaria. I soli titoli azionari per i quali risulta legittima la circolazione al portatore, con il conseguente trasferimento tramite la mera consegna dello stesso, sono le azioni di risparmio ex art. 45 del T.U.F. e le azioni emesse dalle società di investimento a capitale variabile ex art. 145 dello stesso testo unico. Le azioni, dunque, dovranno di regola essere nominative. La ratio del principio può ravvisarsi, anzitutto, nella maggior trasparenza degli assetti proprietari

⁹² Per ulteriori considerazioni sulla tematica in esame si rinvia alle opere citate nella nota 90.

⁹³ Cfr. D. Pastore, I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2009, p. 28; M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, p. 64.

⁹⁴ Per la tematica si rinvia al prosieguo del presente paragrafo.

che rileva, tra l'altro, anche sul piano tributario⁹⁵. Soltanto la nominatività del titolo rende infatti possibile individuare con certezza l'effettivo titolare dello stesso. D'altra parte, la (tendenziale) necessaria nominatività dei titoli azionari sottende altresì esigenze di certezza in ordine all'esercizio dei diritti sociali⁹⁶. Sulla scorta di tali considerazioni, sembra razionale sostenere che il principio di nominatività necessaria dei titoli azionari debba applicarsi anche agli SFP⁹⁷. Se ciò è vero, deve ritenersi altresì configurabile in capo alla società emittente un vero e proprio obbligo⁹⁸ di tenuta di un libro degli strumenti finanziari partecipativi, che assolverà, *mutatis mutandis*, funzioni analoghe a quelle del libro dei soci, obbligatorio ex art. 2421 del Codice.

Per esaurire il tema del rapporto tra SFP e titoli di credito resta da trattare un'ultima, fondamentale, questione. Si tratta di stabilire se tra le due categorie sussista un rapporto di <<continenza>>⁹⁹ tale per cui i primi debbano sempre essere rappresentati da titoli di credito. Per fornire una risposta a tale interrogativo, occorre fare riferimento all'“essenza” stessa dei titoli di credito, quali <<veicoli dei diritti ivi documentati>>¹⁰⁰. Trascurando l'ampio dibattito dottrinale quanto all'unitarietà della categoria dei titoli di

⁹⁵ Cfr. A. Bartolacelli, La partecipazione non azionaria nella s.p.a., Milano, 2012, p. 68, il quale, a sostegno della ricostruzione proposta nel testo, considera l'ipotesi in cui il complesso dei diritti attribuiti ad uno o più soci siano scissi ed incorporati e nella partecipazione azionaria e nello/negli SFP di cui essi siano titolari. Ad avviso dell'autore la <<pienezza della situazione>> iniziale potrebbe essere ricomposta esclusivamente se si considerano congiuntamente le diverse posizioni, le quali dovrebbero pertanto caratterizzarsi per il medesimo regime circolatorio, quello della nominatività, al fine di evitare abusi sul piano fiscale.

⁹⁶ Cfr. A. Bartolacelli, La partecipazione non azionaria nella s.p.a., Milano, 2012, p. 68; nonché, seppur anteriforma, A. Pavone La Rosa, Circolazione delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, in Banca borsa e titoli di credito, I, 2003, p. 249 e ss.

⁹⁷ *Contra* cfr. D. Pastore, I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie, in Rivista del diritto Commerciale, 2009, p. 28, il quale, dopo aver inquadrato la fattispecie nell'ambito del più ampio *genus* dei titoli di credito, ritiene che gli stessi possano assumere ciascuna delle tre configurazioni tipiche: all'ordine, al portatore e nominativi. Dall'altro lato, l'autore esclude la circolabilità al portatore laddove sia comunque previsto il diritto al rimborso dell'apporto, sulla scorta della riserva di legge sancita dall'art. 2004 del Codice; F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 68. Per una differente ricostruzione, sempre nel senso dell'insussistenza dell'obbligo sopra menzionato, cfr. anche Associazione Disiano Preite, Il nuovo diritto delle società, Bologna, 2003, 124, ove si esclude l'applicazione della disciplina di cui all'art. 2004 del Codice alla fattispecie di strumenti finanziari in commento.

⁹⁸ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 63 e ss.; A. Bartolacelli, La partecipazione non azionaria nella s.p.a., Milano, 2012, 69; di opposte vedute invece G. Mignone, Gli strumenti finanziari di cui al 6° co. dell'art. 2346, in Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009, diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2009, p. 306 nota 16.

⁹⁹ In questi termini cfr. A. Bartolacelli, La partecipazione non azionaria nella s.p.a., Milano, 2012, p. 69.

¹⁰⁰ In questi termini: A. Asquini, Titoli di credito, Padova, 1966, p. 38.

credito¹⁰¹, si può validamente sostenere che la ragion d'essere dei titoli stessi risieda nella loro dimensione (ontologicamente) circolatoria¹⁰². Se ciò è vero, ne risulta che gli strumenti finanziari partecipativi non dovranno necessariamente essere oggetto di incorporazione cartolare¹⁰³, potendo quest'ultima mancare laddove lo statuto escluda o limiti fortemente la circolazione¹⁰⁴. Laddove ciò avvenga, la società emittente potrà comunque fornire documenti rappresentativi degli SFP ai relativi titolari, ma si tratterà di "semplici" documenti di legittimazione ex art. 2002 del Codice civile con l'intuitiva funzione di <<identificare l'avente diritto alla prestazione>>.¹⁰⁵ D'altra parte, sulla scorta del dettato dell'art 2346 del Codice, sembra doversi ritenere legittima anche un' (eventuale) scelta della società di non emettere i relativi titoli e subordinare il trasferimento a <<tecniche diverse>>¹⁰⁶. Non può neppure escludersi la possibilità per la società emittente di dematerializzare i titoli in via facoltativa o obbligatoria ex art 28 D.lgs. 24 giugno 1998 n. 213.¹⁰⁷ Resta inteso, peraltro, che in mancanza di richiamo nello

¹⁰¹ A favore della cd. teoria unitaria cfr. F. Chiomenti, *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano, 1977, 57 e ss.; A. Stagno d'Alcontres, *Il titolo di credito. Ricostruzione di una disciplina*, Torino, 1999, pp. 4 ss. Diversamente, nel senso dell'inapplicabilità generale dell'art. 1993 c.c. cfr. B. Libonati, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999; P. Spada, *Introduzione al diritto dei titoli di credito. Lezioni*, Torno, 1994, 15 ss.

¹⁰² Cfr. A. Bartolacelli, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, 2012, 60.

¹⁰³ Cfr. F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 69; A. Bartolacelli, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, 2012, 69; M. Notari e A. Giannelli, *Commento al co 6 dell'art. 2346*, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 65 ss.; G. Festa Ferrante, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista del Notariato*, 2008, 1231 ss. *Contra*, nel senso della sussistenza del rapporto di "continenza" citato nel testo cfr. D. Pastore, *I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie*, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2009, 28.

¹⁰⁴ In questi termini v. M. Notari e A. Giannelli, *Commento al co 6 dell'art. 2346*, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 65 ss.

¹⁰⁵ In tal senso cfr. M. Miola, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 2004, 295; M. Notari e A. Giannelli, *Commento al co 6 dell'art. 2346*, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 65; P. Ferro-Luzzi, *Riflessioni sulla riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2005, I, 33.

¹⁰⁶ Cfr. F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 69, che individua tra le "diverse tecniche" ipotizzabili l'<<iscrizione del trasferimento su apposito libro tenuto dalla società>> ai fini del perfezionamento dell'operazione. In tal senso v. anche D. Pastore, *I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie*, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2009, 28.

¹⁰⁷ Cfr. F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 69; M. Notari e A. Giannelli, *Commento al co 6 dell'art. 2346*, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 68, ove si afferma che l'obbligo di dematerializzazione sussisterà non soltanto nel caso in cui essi siano <<negoziati o destinati alla negoziazione>> in mercati regolamentati ma anche laddove gli SFP siano da considerarsi "diffusi tra il pubblico" seconda la disciplina dettata dal Regolamento emesso dalla Consob e dalla Banca d'Italia e, congiuntamente, presentino "caratteri" tali da consentirne l'assimilazione a una delle tipologie espressamente indicate nel Regolamento medesimo, indipendentemente dall'essere oggetto di negoziazione <<effettiva o prospettica>>. Conforme alla posizione da ultimo riportata v.

statuto e alla disciplina dei titoli di credito, *rectius*, per quanto si è detto *supra*, alla disciplina della nominatività e alla dematerializzazione, la circolazione, se ivi prevista, potrà avvenire nel rispetto della disciplina dettata per la cessione del contratto¹⁰⁸, con la conseguente necessità di ottenere il consenso dell'emittente, in veste di controparte ceduta, ai fini del perfezionamento dell'operazione stessa.

Prima di tentare di individuare la natura giuridica dell'operazione sottostante all'emissione, resta da esaminare la tematica della "serialità". Si tratta di stabilire se gli strumenti finanziari partecipativi siano, al pari delle azioni e delle obbligazioni, titoli di massa¹⁰⁹, *rectius* <<strumenti di gruppo organizzato>>¹¹⁰, o meno. In altre parole, occorre determinare se gli SFP debbano in ogni caso rappresentare frazioni standardizzate di un'unica operazione economica sottostante o se, invece, sia da considerarsi legittima (anche) l'emissione di un singolo strumento. Per definire tale questione pare opportuno prendere la mosse dalla determinazione dei confini della stessa nozione di "titolo di massa". Come è stato validamente sostenuto¹¹¹, un titolo di credito si considera di massa quando presenta, congiuntamente, una serie di caratteristiche indefettibili. In particolare, si richiede: la finalità di finanziamento o investimento dell'operazione economica

G. Mignone, Commento agli artt. 2346, 6° comma, 2349, 2° comma e 2351, 5° comma (Strumenti finanziari), in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti, I, Bologna, 2004.

¹⁰⁸ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 66, ove si afferma che gli SFP, laddove non soggetti ad incorporazione cartolare, costituiranno <<posizioni contrattuali individuali>> tipiche di un contratto associativo, eventualmente <<contaminate>> da elementi di altre fattispecie.

¹⁰⁹ Peraltro, una completa sovrapposizione tra titoli seriali e titoli di massa non sembra possibile. Se infatti non può dubitarsi che la serialità costituisca un elemento ontologico dei titoli di massa, non vale necessariamente il contrario. Invero, mentre l'emissione di titoli di massa presuppone sempre una "serie" di titoli uguali tra loro sia sotto un profilo formale che sostanziale, l'emissione "seriale" di titoli non necessariamente presuppone la diffusione tra il pubblico che costituisce, come tra poco si vedrà, una caratteristica indefettibile ai fini della qualificazione di un titolo di credito (anche) in termini di "titolo di massa". In tal senso cfr. A. Bartolacelli, *La partecipazione non azionaria nella s.p.a.*, Milano, 2012, 70 ss.; G. Castellano, *I titoli di massa*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1987, 22, 25 e ss.

¹¹⁰ In tali termini A. Stagno d'Alcontres, Commento all'art. 2346, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 263 ss. Nel senso della <<serialità>> quale tratto ontologico o tipizzante degli SFP derivante dallo stesso *nomen iuris* di "strumenti" v. anche G. Ferri jr, *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma* (a cura di) Montagnani, Milano 2004, 819 ss; in senso analogo cfr. M. Stella Richter jr, *Strumenti finanziari e società per azioni*, in *La riforma del diritto societario dieci anni dopo: per i quarant'anni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2014, 63.

¹¹¹ Cfr. B. Libonati, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, 110; G. Castellano, *I titoli di massa*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1987, 25 ss.

sottostante, la lunga durata, la fungibilità, la serialità e la diffusione del titolo fra il pubblico, con le relative implicazioni in termini di negoziazione sul mercato e di “organizzazione” per la tutela degli interessi comuni della categoria. Trascurando le problematiche relative alla finalità dell’operazione sottostante, che difficilmente potrà considerarsi di finanziamento o investimento in senso proprio in presenza di apporti d’opera o servizi, l’argomento decisivo a sostegno della natura meramente accidentale e non indispensabile della qualificazione degli SFP in termini di titoli di massa discende dalla mancanza di una loro intrinseca trasferibilità¹¹². Per altro verso, sembra doversi dubitare anche della qualificazione in termini di <<strumenti di gruppo organizzato>>¹¹³. L’art 2376 del Codice civile, infatti, prevede l’applicazione delle norme in tema di assemblee speciali ivi disciplinate soltanto in caso di emissione di strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi. Rinviando la trattazione dei diritti attribuibili ai titolari di SFP al Capitolo terzo, si può fin d’ora anticipare che il riconoscimento di diritti amministrativi risulta meramente accidentale. Pertanto, una categoria di titolari di SFP non dovrà necessariamente sussistere. Resta inteso che laddove essa sia presente troverà applicazione la disciplina stabilita dal legislatore caso per caso. Se quanto detto fin ora è vero, dovrà considerarsi legittima, all’evenienza, l’emissione di un solo strumento partecipativo¹¹⁴. Invero, non sembra possibile sostenere che gli SFP debbano necessariamente costituire frazioni standardizzate di una medesima operazione. In altre parole, sembra doversi escludere altresì la necessità di un’emissione seriale, che si impone invece sia per il tipo azionario che per quello obbligazionario. In tal senso depone la possibilità che l’apporto sia costituito da prestazioni d’opera o servizi, sovente infungibili, e pertanto per loro natura incompatibili con la “diffusione al pubblico”¹¹⁵. La fungibilità costituisce, invero, caratteristica indefettibile affinché si possa parlare di emissione in

¹¹² Per un approfondimento della tematica relativa alla circolazione degli SFP si rinvia *supra* nel presente paragrafo.

¹¹³ Cfr. *supra* nota 110.

¹¹⁴ Cfr. G. Festa Ferrante, Gli strumenti finanziari partecipativi, in *Rivista del Notariato*, 2008, 1231 ss.; M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 68 ss.; U. Tombari, Strumenti finanziari “partecipativi” (art.2346, ultimo comma, c.c.), e diritti amministrativi nella società per azioni, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2006, 148; D. Pastore, I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2009, 4. *Contra* v. G. Ferri jr, Fattispecie societaria e strumenti finanziari, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2003, I, 819.

¹¹⁵ Cfr. D. Pastore, I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2009,4.

“serie”¹¹⁶. Del resto, la conclusione alla quale si è giunti ben si sposa, da un lato, con la sopra citata natura (potenzialmente) “personalistica” sottesa all’emissione e, dall’altro, con l’esigenza di consentire alle società azionarie di acquisire tutti i mezzi necessari all’efficace e proficuo esercizio dell’impresa, rispettando i vincoli imposti dalla seconda direttiva comunitaria in materia societaria, esigenza che costituisce una delle ragioni che ha condotto alla tipizzazione della fattispecie in esame da parte del legislatore. D’altra parte, le conclusioni poc’anzi raggiunte trovano conforto nella sentenza 22 giugno 2023 n.1538 del Tribunale di Genova, ove espressamente si ammette la possibilità di emettere <<strumenti partecipativi singoli e individualizzati e dunque non seriali>>.

2.2 La natura dell’operazione economica sottostante

A questo punto della trattazione, si rende necessario volgere il piano dell’indagine verso la natura del rapporto sottostante all’emissione, posta la scarsità di indicazioni in merito ricavabili dal dato normativo. La questione, oltre a rivestire valenza intrinseca, risulta determinante anche per quanto riguarda la rilevazione contabile dell’apporto, di cui ci si occuperà *infra* nel prossimo Capitolo. Analoga questione non si pone, invece, né per il tipo azionario né per quello obbligazionario, entrambi caratterizzati da una causa “tipica”, rispettivamente riconducibile, in via di prima approssimazione, alla cd. causa *societatis* e alla causa *mutui*.

Orbene, proprio l’assenza di indicazioni normative decisive per le finalità che qui rilevano, unitamente alla <<storia e alla genesi>>¹¹⁷ dell’istituto, che ha colmato lo “spazio” lasciato dai titoli per così dire ibridi, induce a ritenere che gli strumenti partecipativi di cui all’art 2346 ultimo comma del Codice civile costituiscano una sorta di <<struttura vuota>>¹¹⁸, suscettibile di essere “riempita” dall’autonomia privata quanto alla causa e al contenuto. In altre parole, sembra che gli SFP siano strumenti a natura “cangiante”, privi di una causa tipica.¹¹⁹ Il rapporto sottostante dovrà pertanto

¹¹⁶ Cfr. *ex multis* C. E. Pupo, La categoria generale degli strumenti finanziari nella disciplina codicistica della società per azioni, in *Rivista del diritto commerciale*, 2020, III, 7.

¹¹⁷ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 78.

¹¹⁸ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 77.

¹¹⁹ In tal senso cfr. M. S. Spolidoro, Conferimenti e strumenti partecipativi, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2003, 215; M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in

individuarsi tenendo conto degli accordi in concreto intercorsi tra le parti e formalizzati nella relativa clausola statutaria. Sembra dunque corretto discutere in termini di <<neutralità causale>>¹²⁰. In concreto, peraltro, l'individuazione del modello contrattuale al quale ricondurre il rapporto sottostante all'emissione assumerà rilevanza in presenza di lacune non colmabili facendo riferimento alle previsioni statutarie, alla delibera di emissione ovvero alla disciplina specificamente dettata dal legislatore¹²¹.

Non sembrano persuasive, invece, le ricostruzioni che “staticamente” individuano una causa per così dire tipica, propria degli SFP. Tali ricostruzioni, oltre a lasciare privi di “copertura giuridica” gli strumenti finanziari caratterizzati da una causa diversa da quella “predeterminata”¹²² andando così a vanificare l'opera di <<tipizzazione dell'atipico>> effettuata dal legislatore con la positivizzazione degli SFP, non sono neppure esenti da critiche.

Orbene, se non sembra dubitabile che le pattuizioni tra le parti possano configurare un rapporto riconducibile allo schema dell'associazione in partecipazione, non è condivisibile la tesi secondo cui tale rapporto potrà assumere esclusivamente tale assetto¹²³. Anticipando alcune considerazioni che verranno riprese *infra* nel terzo Capitolo, si deve obiettare che il diritto agli utili, elemento indefettibile dello schema contrattuale dell'associazione in partecipazione, non deve necessariamente essere attribuito ai titolari di strumenti partecipativi. Se infatti non sembra dubitabile che taluni diritti patrimoniali debbano sicuramente essere previsti, altrettanto indubitabile è la possibilità di riconoscere ai titolari di SFP diritti patrimoniali diversi da esso, quale ad

Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 78; M. Manuli, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle spa: riflessioni critiche, in *Le Società*, 11/2013, 1198; C. E. Pupo, La categoria generale degli strumenti finanziari nella disciplina codicistica della società per azioni, in *Rivista del diritto commerciale*, 2020, III, 9; D. Pastore, I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2009, 4 ss.; G. Festa Ferrante, Gli strumenti finanziari partecipativi, in *Rivista del Notariato*, 2008, 1247 ss.; Associazione Disiano Preite, *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, 2003, 123.

¹²⁰ Cfr. ex multis, E. Coraggio, Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti, in *Innovazione e diritto*, 2/2018, 110 ss.

¹²¹ M. Manuli, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle spa: riflessioni critiche, in *Le Società*, 11/2013, 1198 ss.

¹²² Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 77 ss.

¹²³ Cfr. F. Di Sabato, *Diritto delle società*, Milano, 2003; F. Galgano, Le società di capitali e le cooperative, in Galgano e Genghini, *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da Galgano, vol. XXIX, tomo I, Padova, 2006, 234.

esempio il diritto al riparto dell'eventuale residuo di liquidazione. Dall'altro lato, al titolare di SFP potranno essere riconosciuti diritti amministrativi, quali ad esempio il voto su <<argomenti specificamente indicati>> ex art. 2351 comma 5 c.c., che non sembra possano essere riconosciuti all'associato in partecipazione¹²⁴. Ciò nondimeno vi sono molteplici punti di contatto tra la posizione del titolare di SFP e quella dell'associato in partecipazione: la limitazione del rischio all'entità dell'apporto, l'assenza di poteri gestori, nonché della titolarità dell'iniziativa economica.¹²⁵ La disciplina dell'associazione in partecipazione potrà dunque trovare applicazione analogica, in presenza di lacune, soltanto laddove sussista l'*eadam ratio* con la fattispecie risultante dalle pattuizioni in concreto intercorse tra le parti.

D'altra parte, non persuade neppure la tesi¹²⁶ che plasticamente individua la causa dell'operazione sottostante all'emissione nel finanziamento della società emittente. Tale ricostruzione è stata diffusamente analizzata *supra* nel primo Capitolo, al quale si rinvia. Basti qui ricordarne gli aspetti principali. Rilevanza centrale nel sistema viene attribuita all'art 2411 c.c., disposizione che avrebbe allargato il concetto "tipologico" di obbligazione sì da includervi, accanto alle obbligazioni tradizionali, tutti <<gli strumenti finanziari che, forniti o meno di diritti amministrativi, non implicano alcuna partecipazione al rischio della mancata restituzione del capitale, ma solo, eventualmente, a quello della mancata corresponsione degli interessi>>¹²⁷. Per l'effetto, la disciplina delle obbligazioni si applicherebbe in via diretta e non analogica ai suddetti strumenti finanziari, che dovranno sempre incorporare il diritto al rimborso del capitale. A tale ricostruzione si possono muovere critiche non superabili. Anzitutto si deve notare come le obbligazioni, eccetto quelle convertibili, non abbiano rilevanza statutaria, che invece contraddistingue espressamente gli SFP. Dall'altro lato, questi ultimi ben possono essere emessi a fronte di apporti di opera o servizi, ontologicamente infungibili, e non soltanto di denaro o altri beni fungibili come espressamente richiesto dall'art. 1813 c.c.

¹²⁴ Cfr. F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 33.

¹²⁵ Cfr. Associazione Disiano Preite, Il nuovo diritto delle società, Bologna, 2003, 123; F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 33-34.

¹²⁶ Cfr. G. Ferri Jr, Fattispecie societaria e strumenti finanziari, in Rivista del diritto commerciale, I, 2003, 814; B. Libonati, I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi", in Rivista del diritto commerciale, 2007, 8 ss.

¹²⁷ Cfr. G. Ferri Jr, Fattispecie societaria e strumenti finanziari, in Rivista del diritto commerciale, I, 2003, 74 ss.

relativamente al contratto di mutuo, che costituisce indubitabilmente il rapporto sottostante all'emissione degli strumenti obbligazionari. Benché si possa continuare su questa linea con ulteriori critiche, le ragioni sopra ricordate sono sufficienti a mettere in luce una differenza sostanziale tra la fattispecie obbligazionaria e (alcune) delle configurazioni che in concreto gli strumenti partecipativi ex art. 2346 del Codice sono suscettibili di assumere. In sostanza, se non si dubita della legittimità di strumenti partecipativi emessi a fronte di una provvista di denaro o altre cose fungibili a favore della società emittente con diritto al rimborso dell'apporto e al pagamento di un interesse variamente determinato a favore del titolare, non sembra potersi condividere una ricostruzione che consideri indefettibili tali elementi.

Una terza ricostruzione¹²⁸ individua il rapporto sottostante all'emissione in un rapporto <<latu sensu associativo>> che, benché dotato di proprie caratteristiche, è comunque pienamente inserito nell'organizzazione societaria¹²⁹. In questa prospettiva gli SFP sarebbero caratterizzati sempre da un apporto a titolo di capitale di rischio, con la conseguente impossibilità di riconoscere al titolare qualsivoglia diritto di restituzione. Tale ricostruzione appare a ben vedere eccessivamente generica¹³⁰, non consentendo di trarre significative conclusioni in termini di disciplina applicabile. D'altra parte, anch'essa sconta la "presunzione" di voler individuare precisamente la causa del rapporto sottostante all'emissione, non cogliendo invece la natura ibrida e cangiante degli strumenti in esame, suscettibili di assumere diverse configurazioni a seconda delle esigenze da soddisfare nel caso di specie, in modo coerente con l'ampia autonomia in materia riconosciuta dall'ordinamento.

Del resto, sembrerebbe possibile prospettare una pluralità di rapporti sottostanti all'emissione. A seconda dei casi, infatti, l'apporto potrà essere effettuato tanto a titolo di mero finanziamento con diritto alla restituzione, quanto a titolo di capitale di rischio senza obbligo di restituzione alcuno. L'autonomia riconosciuta dall'ordinamento consente

¹²⁸ Cfr. F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 34; A. Stagno d'Alcontres, *Commento all'art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 266; M. Miola, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 2004, 267.

¹²⁹ Cfr. F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 34.

¹³⁰ Cfr. D. Pastore, *I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie*, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2009, 4 ss.

altresi di emulare lo schema dell'associazione in partecipazione¹³¹, seppur con i necessari vincoli sopra richiamati. Pare doversi ritenere ammissibile anche un'operazione di emissione che emuli lo schema causale della cointeressenza agli utili senza partecipazione alle perdite di cui all'art. 2554 del Codice civile. Dibattuta è invece l'ammissibilità della cointeressenza impropria quale schema contrattuale sottostante all'emissione. Del resto, tale ipotesi, consistente nell'attribuzione di una partecipazione agli utili e alle perdite senza alcun apporto, sembra confliggere con il dettato dell'art. 2346 che sembra chiaramente escludere la possibilità di emettere SFP senza apporto alcuno¹³². La già menzionata neutralità causale consente in astratto di ipotizzare ulteriori cause tipiche o atipiche, purché compatibili con le (poche) disposizioni dettate dal legislatore.

A questo punto, sembra opportuno proseguire l'indagine con la trattazione dei possibili apporti dei sottoscrittori di strumenti partecipativi.

2.3 L'oggetto dell'apporto.

L'indagine circa il possibile oggetto dell'apporto da parte dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi non può che prendere le mosse dal dato legislativo. Viene nuovamente in rilievo il sesto comma dell'art. 2346 c.c., ad avviso del quale, per quel che qui rileva, gli strumenti finanziari in esame possono essere emessi a <<seguito di apporti da parte di soci o di terzi, anche di opera o servizi>>. Con il termine "apporto" ci si riferisce <<genericamente ed in modo atecnico alla prestazione sinallagmatica dovuta alla società in cambio dell'emissione dello strumento finanziario>>¹³³. Orbene, la

¹³¹ Cfr. *ex multis* M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 79; C. E. Pupo, La categoria generale degli strumenti finanziari nella disciplina codicistica della società per azioni, in Rivista del diritto commerciale, 2020, III, 9, ad avviso del quale tale ipotesi costituirebbe quella più frequente e <<rappresentativa>>.

¹³² Nel senso dell'inammissibilità cfr. M. Manuli, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle spa: riflessioni critiche, in Le Società, 11/2013, 1198 ss.; A. Pisani Massamorile, Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi, in Rivista delle società, 2003, 1268 ss. *Contra* cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 75, 120-121, che paiono ammettere tale ipotesi nel solo caso di emissione gratuita a favore dei dipendenti della società ex art. 2349 comma 2 c.c.

¹³³ Cfr. M. Notari, Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina, in Banca borsa e titoli di credito, I, 2003, 546.

formulazione della disposizione non lascia dubbi circa la possibilità di emettere SFP a fronte di apporti di opera o servizi, espressamente esclusi dal novero dei beni suscettibili di formare oggetto di conferimento ex art. 2342 comma 5 del Codice civile. Tale estensione pare confermare l'estraneità delle dinamiche relative all'emissione di strumenti finanziari partecipativi rispetto a quelle concernenti la formazione del capitale sociale, dovendosi dunque escludere l'applicabilità alla fattispecie in esame delle disposizioni e dei principi funzionali a garantire l'integrità e l'effettiva consistenza del capitale stesso¹³⁴. Sulla scorta di tali considerazioni sembra ragionevole ritenere che "l'apporto" di cui si dibatte possa avere ad oggetto qualunque entità suscettibile di valutazione economica ex art. 1174 c.c., inclusi i beni suscettibili di formare oggetto di conferimento¹³⁵. Tale precisazione appare tutt'altro che scontata, invero una bozza della commissione ministeriale per la riforma contemplava esclusivamente <<gli apporti diversi dai conferimenti previsti dall'articolo 2342>>¹³⁶. Per altro verso, in via esemplificativa, l'apporto ben potrà consistere nell'assunzione di un obbligo di non fare, come un obbligo di non concorrenza, così come in un diritto reale o personale di godimento e persino nel consenso all'uso del <<buon nome dell'apportante>>¹³⁷ purché idoneo a implementare la reputazione della società emittente¹³⁸. La soluzione prospettata, a ben vedere, appare coerente con la finalità di consentire alle società azionarie di

¹³⁴ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n.165, Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017. In tal senso v. anche E. Coraggio, Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti, in *Innovazione e diritto*, 2/2018, 111.

¹³⁵ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 74; E. Coraggio, Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti, in *Innovazione e diritto*, 2/2018, 111; F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 38; F. Signorelli, Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi, Milano, 2006, 83; G. Muscolo, Gli strumenti finanziari, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso – L. Panzani, Bologna, 2013, 168.

¹³⁶ M. Vietti, F. Auletta, G. Lo Cascio, U. Tombari e A. Zoppini, *La riforma del diritto societario – Lavori preparatori. Testi e materiali*, Milano, 2006.

¹³⁷ Cfr. F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 39.

¹³⁸ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 74 ss.; E. Coraggio, Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti, in *Innovazione e diritto*, 2/2018, 111 ss.; F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 39; M. Notari, Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2003, 546; Consiglio Notarile di Milano, Massima n.165, Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017; D. Pastore, I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2009, pp. 7-9; F. Signorelli, Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi, Milano, 2006, 83.

acquisire ogni elemento utile all'esercizio dell'impresa¹³⁹. Le considerazioni sopra esposte circa l'inapplicabilità delle disposizioni volte a tutelare il capitale sociale consentono altresì di risolvere ulteriori questioni¹⁴⁰. Si tratta, anzitutto, di stabilire la disciplina relativa ai "tempi" dell'apporto. Orbene, non essendovi la necessità di acquisire immediatamente (neppure in parte) la prestazione del sottoscrittore al patrimonio sociale¹⁴⁰, deve ritenersi ammissibile la sottoscrizione di strumenti partecipativi non azionari a fronte dell'assunzione del "solo" obbligo di eseguire la prestazione pattuita da parte del sottoscrittore, sempreché, ovviamente, tale ipotesi sia prevista dallo statuto¹⁴¹. Del resto, tale ipotesi risulta fisiologica in caso di apporto consistente in una prestazione d'opera o servizi, sembrerebbe dunque irrazionale ritenere che la facoltà di consentire un apporto in tempi dilazionati non abbia carattere per così dire "generale" in materia di SFP. D'altro canto, se nessun dubbio si pone in merito alla legittimità di un apporto contestuale alla sottoscrizione, pare doversi ritenere ammissibile anche l'ipotesi in cui l'apporto "preceda" l'emissione¹⁴². Resta inteso, peraltro, che le concrete "modalità" di emissione dovranno essere stabilite dallo statuto, che ben potrà prevedere la necessaria contestualità dell'apporto rispetto alla sottoscrizione. Le considerazioni sopra svolte consentono dunque di superare il dato testuale richiamato in apertura del presente paragrafo, che, se non "calato" nell'intero sistema, avrebbe indotto a concludere nel senso della sola ammissibilità di apporti effettuati anteriormente o contestualmente all'emissione. Tale soluzione, d'altra parte, non lascia priva di tutela la società. Invero, l'art. 2346 comma 6 c.c. dispone che lo statuto preveda le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni dei titolari di SFP. L'autonomia statutaria potrà dunque prevedere le misure che riterrà opportune per tutelarsi dal rischio di inadempimento del sottoscrittore, quali ad esempio la neutralizzazione dei diritti incorporati nello strumento ovvero una sanzione monetaria.

¹³⁹ Cfr. nota 37 *supra*.

¹⁴⁰ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n.165, Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017.

¹⁴¹ In tal senso cfr. F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 39; D. Pastore, I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2009, 8; Consiglio Notarile di Milano, Massima n.165, Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017; E. Coraggio, Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti, in *Innovazione e diritto*, 2/2018, 111.

¹⁴² In tal senso cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n.165, Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017, ad avviso del quale tale conclusione si giustificerebbe stante l'identità di *ratio* rispetto <<all'utilizzo in sede di sottoscrizione azionaria di versamenti eseguiti precedentemente in conto futuro aumento di capitale>>; S. Luoni, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010, 325 ss.

Sembra ammissibile, inoltre, la previsione statutaria di un procedimento di esclusione analogo a quello previsto dall'art. 2344 c.c. nei confronti del socio moroso, procedimento che altrimenti non risulterebbe applicabile neppure per analogia. Resta inteso che in assenza di specifiche previsioni statutarie o, in ogni caso, se ritenuto più opportuno nel caso di specie, la società potrà comunque avvalersi degli ordinari rimedi, consistenti nell'esecuzione forzata e nell'azione di risarcimento ovvero nell'azione di risoluzione per inadempimento¹⁴³. Per altro verso, deve ritenersi ammissibile l'esecuzione dell'apporto con qualsiasi modalità prescelta dall'autonomia privata, inclusa la compensazione legale o volontaria di crediti vantati nei confronti della società¹⁴⁴. Non sembra, peraltro, che il ricorso alla compensazione richieda di per sé né un'autorizzazione specifica nella delibera di emissione né apposita previsione statutaria in tal senso, trattandosi di una modalità di adempimento delle obbligazioni prevista in via "generale" dal diritto comune e non invece di <<una modalità o di una condizione di emissione di SFP>> rimessa dalla legge alla competenza statutaria¹⁴⁵. A questo punto, sembra necessario soffermarsi sull'ipotesi in cui l'oggetto dell'apporto sia diverso dal denaro. Preme anzitutto sottolineare come la formulazione della norma di riferimento lascerebbe supporre che in prevalenza o quanto meno preferibilmente l'apporto dovrebbe essere in denaro ovvero in natura¹⁴⁶. Tale circostanza trova peraltro conferma nella prassi, come si vedrà nel prossimo Capitolo. Per altro verso, appare doveroso interrogarsi circa la necessità, nell'ipotesi considerata, di una relazione giurata di stima degli apporti da parte di un esperto ex art. 2343 c.c. ovvero la valutazione degli stessi in base a uno dei parametri previsti dall'art. 2343-ter del Codice. Sulla scorta delle sopra menzionate considerazioni in merito all'inapplicabilità delle disposizioni e dei principi volti a tutelare l'integrità e l'effettiva consistenza del capitale, la dottrina pressoché unanime propende nel senso della non essenzialità di siffatta valutazione¹⁴⁷. Dall'altro lato, tale conclusione comporta

¹⁴³ Cfr. F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 66.

¹⁴⁴ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n.165, *Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi*, 7 novembre 2017; E. Coraggio, *Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti*, in *Innovazione e diritto*, 2/2018, 111.

¹⁴⁵ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n.165, *Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi*, 7 novembre 2017.

¹⁴⁶ Cfr. Associazione Disiano Preite, *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, 2003, 123; F. Signorelli, *Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi*, Milano, 2006, 83-84.

¹⁴⁷ In tal senso cfr. ex multis F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 37 ss.; E. Coraggio, *Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di*

un evidente <<rischio di sopravvalutazione dell'apporto>>¹⁴⁸ e, conseguentemente, di un ingiustificato rafforzamento della posizione dei titolari di SFP a svantaggio degli azionisti. Una previsione statutaria che imponga la stima degli apporti diversi dal denaro e/o una revisione della stessa sembra pertanto auspicabile. Conclusione opposta si impone, invece, nel caso in cui lo statuto preveda la possibilità di convertire gli strumenti partecipativi non azionari già emessi in azioni di nuova emissione della stessa società. In tal caso, infatti, la valutazione dell'apporto diverso dal denaro, ai sensi dell'art. 2343 o 2343-ter cc., costituisce una delle *condicio sine qua non* della convertibilità stessa¹⁴⁹. Qualche problema può sorgere allorché l'apporto d'opera o servizi è <<suscettibile di assumere la configurazione di lavoro subordinato>>¹⁵⁰. In tale ipotesi, infatti, vi è un evidente pericolo di elusione della relativa disciplina¹⁵¹.

Prima di passare oltre e focalizzarci sull'organo competente all'emissione degli strumenti finanziari in esame, occorre completare il quadro focalizzandoci su una tematica che potrebbe apparire pacifica, quella della essenzialità dell'apporto. Invero,

ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti, in *Innovazione e diritto*, 2/2018, 111; Consiglio Notarile di Milano, Massima n.165, Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017; M. Miola, I conferimenti in natura, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 2004. *Contra* A. Valzer, *Gli Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nella S.p.a.*, Torino, 2012, 235, ad avviso del quale la perizia si imporrebbe o quanto meno sarebbe necessaria una previsione statutaria in tal senso al fine di evitare <<problemi di discriminazione fra i soci e gli apportanti, soci o terzi che siano, nonché tra questi ultimi fra di loro>> e dall'altro lato di <<garantire l'effettiva formazione del capitale finanziario>>. Lo stesso autore afferma inoltre la sussistenza di un obbligo di procedere alla revisione della stima stessa in capo agli amministratori, che discenderebbe <<direttamente dal fatto che essi sono i responsabili della corretta rilevazione delle poste di bilancio>>.

¹⁴⁸ Cfr. M. Miola, I conferimenti in natura, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 2004, 277.

¹⁴⁹ In tal senso cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n.166, Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni, 7 novembre 2017; D. Pastore, I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2009, 23. Per un'analisi più dettagliata della tematica si rinvia *infra* nel Capitolo successivo.

¹⁵⁰ Cfr. D. U. Santosuosso, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 59.

¹⁵¹ Tale problematica viene sottolineata da vari autori, in particolare si veda D. U. Santosuosso, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, 59 ss.; F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 38; D. Pastore, I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2009, 8. La questione, peraltro, si pone in termini analoghi anche nell'associazione in partecipazione con apporto di lavoro da parte dell'associato. Appare doveroso menzionare un orientamento giurisprudenziale consolidato che distingue nettamente le due figure, essendo il rapporto di lavoro subordinato caratterizzato da <<un effettivo vincolo di subordinazione caratterizzato dalla soggezione ad un potere gerarchico e disciplinare più ampio del generico potere dell'associante di impartire direttive e istruzioni al cointeressato>>. In tal senso vedasi Cass. 23 gennaio 1999 n. 8578; Cass. 12 gennaio 2000 n. 290; Cass. 4 febbraio 2002 n. 1420.

benché la disposizione di cui all'art. 2346 sesto comma c.c. non sembra lasciare spazio a diverse ricostruzioni, taluni¹⁵², valorizzando la fattispecie di cui all'art. 2349 comma 2 c.c.¹⁵³, considerano l'onerosità del negozio sottostante l'emissione alla stregua di un tratto naturale ma non imprescindibile della fattispecie. Secondo tali ricostruzioni, sarebbe possibile portare almeno due esempi di emissione gratuita di strumenti finanziari partecipativi. Si tratterebbe anzitutto della già citata figura degli strumenti partecipativi assegnati ai dipendenti della società emittente e/o di società controllate. In tale ipotesi viene sottolineato come l'assegnazione troverebbe causa nel rapporto di lavoro sottostante di talché <<non sarebbe necessario alcun apporto specifico da parte dell'assegnatario>>¹⁵⁴. Non sembra tuttavia che possa parlarsi di emissione "propriamente" a titolo gratuito. Invero, i lavoratori apportano comunque un'utilità a favore dell'impresa sociale, vale a dire la loro attività. Dall'altro lato, verosimilmente, l'assegnazione comporterà comunque un qualche giovamento alla società emittente, sotto forma, ad esempio, di aumento della produttività nel lungo termine. In secondo luogo, nella prospettiva in esame, sarebbe da considerarsi legittima un'attribuzione di strumenti finanziari partecipativi in favore di tutti i soci ed in misura proporzionale alla partecipazione azionaria già posseduta da ciascuno senza alcun apporto da parte degli stessi. Ancorché non espressamente prevista dalla legge, tale ipotesi sarebbe da considerarsi legittima date le <<evidenti similitudini con l'aumento gratuito di capitale sociale>>¹⁵⁵. Nell'ipotesi considerata, infatti, il valore delle partecipazioni già possedute viene parzialmente "scorporato" per essere poi incorporato negli strumenti di nuova emissione. In tale maniera i reciproci rapporti di "potere" tra i soci rimarrebbero inalterati, così come rimarrebbe invariato il valore complessivo di ciascun "pacchetto azionario".

¹⁵² Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 75; E. Coraggio, Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti, in *Innovazione e diritto*, 2/2018, 111; Consiglio Notarile di Milano, Massima n.165, Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017; L. Benvenuto, Azioni obbligazioni e strumenti finanziari, Torino, 2011, 271. In termini parzialmente diversi invece D. Pastore, I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2009, 9, il quale non ritiene ammissibile la seconda ipotesi che verrà presentata *infra* nel testo.

¹⁵³ Si tratta dell'ipotesi di attribuzione gratuita di strumenti finanziari ai lavoratori dipendenti della società emittente e/o di controllate deliberata dall'assemblea straordinaria.

¹⁵⁴ Cfr. Assonime, L'assegnazione di strumenti finanziari partecipativi ai dipendenti di società, Caso n. 6/2014.

¹⁵⁵ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 75.

Nella prospettiva in esame tale operazione potrebbe senz'altro essere realizzata con il consenso unanime dei soci. Discussa invece tra gli stessi sostenitori dell'ammissibilità dell'operazione¹⁵⁶ la realizzabilità della stessa con la "sola" maggioranza assembleare, fermo, nel caso, il diritto di recesso ex art. 2437 lett. G). Oltre a potersi dubitare della conformità di questa seconda ipotesi con il dato letterale dell'art. 2346 c.c. che specificamente prevede la possibilità di emettere SFP <<a seguito dell'apporto (...)>>, sembra che neppure in questo caso ci si trovi di fronte ad una vera e propria emissione gratuita. Invero, ancorché non appositamente per l'emissione, un apporto da parte dei soci sarebbe individuabile, si tratterebbe, a ben vedere, del conferimento effettuato per entrare a far parte della compagine sociale, o meglio, parte di esso.

A questo punto, non resta che proseguire la trattazione concentrandosi sull'individuazione dell'organo competente all'emissione.

2.4 L'organo competente all'emissione.

La ricostruzione dell'iter di emissione degli strumenti finanziari oggetto della presente trattazione non può che prendere le mosse dal dato testuale dell'art. 2346 comma 6 del Codice civile, norma cardine in materia. Ai fini dell'emissione, tale disposizione richiede che lo statuto disciplini <<le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, infine, la legge di circolazione, se ammessa>>. La fonte negoziale è dunque costituita, in prima battuta, dallo statuto. In concreto, peraltro, tali clausole ben potranno anche essere contenute in un "regolamento" allegato allo statuto¹⁵⁷, che ne costituisca parte integrante. Questa soluzione è da taluni¹⁵⁸ ritenuta addirittura consigliabile al fine di evitare di "appesantire" eccessivamente il corpo principale dello statuto stesso. Di conseguenza, saranno i soci, in sede di assemblea straordinaria *durante societate* ovvero in sede di stipulazione dell'atto

¹⁵⁶ Si veda nota 152 *supra*.

¹⁵⁷ In tal senso, ex multis, v. Consiglio Notarile di Milano, Massima n.163, Competenza all'emissione di strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017; M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, p. 84 nota 83, 130 nota 210; E. Coraggio, Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti, in *Innovazione e diritto*, 2/2018, 115.

¹⁵⁸ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 130 nota 210.

costitutivo, a poter stabilire se (“astrattamente”) la società potrà effettivamente emettere tali strumenti. Tale soluzione sembra giustificarsi in ragione dell’idoneità degli stessi ad incorporare <<diritti patrimoniali o anche amministrativi>> che incidono sul contratto sociale, l’organizzazione societaria nonché sugli stessi diritti dei soci¹⁵⁹. Così individuandosi la ratio, lo statuto dovrà disciplinare ciascuno dei sopra menzionati elementi per ciascuna emissione di SFP. Sarà pertanto nulla, in quanto contraria a norme imperative, la clausola statutaria che attribuisca all’organo amministrativo la competenza ad emettere strumenti finanziari partecipativi genericamente intesi, riproducendo sostanzialmente il dettato legislativo¹⁶⁰. Diversamente, è da considerarsi lecita ancorché inutile, la clausola statutaria che genericamente prevede la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi senza disciplinare concretamente e dettagliatamente gli elementi di cui all’art. 2346 c.c. Taluni¹⁶¹, invece, giungono ad ammettere la legittimità della clausola che demandi all’organo amministrativo nella sua interezza o ad organi delegati al suo interno la competenza a decidere se emettere gli strumenti in parola ed eventualmente quanti emetterne, nell’ambito del <<perimetro opportunamente tracciato dall’autonomia statutaria>>¹⁶². Affinché non si abbia una “delega in bianco”, che integrerebbe la fattispecie di nullità sopra richiamata, è necessario che lo statuto ovvero (eventualmente) il sopra citato regolamento ad esso accessorio abbiano un contenuto

¹⁵⁹ In tal senso v. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 129 ss.; F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 46 ss.; D. Pastore, I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie, in Rivista del diritto Commerciale, 2009, 9. Diversamente G. Giannelli, Sulla competenza a deliberare l’emissione di strumenti finanziari partecipativi, in Rivista del diritto commerciale, 2006, 8 ss., ad avviso del quale la ratio di tale soluzione andrebbe individuata nella circostanza che l’assemblea è l’organo competente a <<disporre del risultato di esercizio>>, giacché la decisione va ad incidere sull’utile spettante ai soci.

¹⁶⁰ In tal senso E. Coraggio, Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti, in Innovazione e diritto, 2/2018, 115 ss.; M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 131; A. Lolli, Gli strumenti finanziari, sub artt. 2346-2354 c.c., in Il nuovo diritto delle società, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 198.

¹⁶¹ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 130; Similmente F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 48; Associazione Disiano Preite, Il nuovo diritto delle società, Bologna, 2003, 125, i quali sostengono che trattandosi di un <<atto gestorio>> la decisione in merito all’emissione spetterà di regola all’organo amministrativo o ad uno o più amministratori delegati.

¹⁶² In questi termini E. Coraggio, Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti, in Innovazione e diritto, 2/2018, 116.

minimo riferito a ciascuno degli elementi sopra citati. Si richiede in particolare: la determinazione della tipologia dell'apporto a fronte del quale può avvenire la sottoscrizione; la determinazione dei singoli diritti incorporati in ciascuna categoria o singolo strumento, se non emessi "in serie", con la relativa "misura"; il regime di circolazione, precisando inoltre la<<tecnica di rappresentazione>>¹⁶³; il numero massimo di SFP emettibili. In altri termini, è necessario che dallo statuto emerga precisamente <<il sacrificio massimo patibile dagli azionisti e dagli eventuali titolari di SFP precedentemente emessi, in termini di diluizione complessiva dei loro diritti quale conseguenza dell'emissione di strumenti dotati del "massimo" dei diritti attribuibili come determinato dall'autonomia statutaria stessa>>¹⁶⁴. In presenza di siffatte disposizioni statutarie, sembra che l'organo amministrativo possa essere "investito" della competenza a determinare il momento in cui emettere gli strumenti in parola, la quantità, le controparti, l'apporto concreto e gli altri elementi non rientranti nella previsione di cui all'art. 2346 c.c. Resta inteso, peraltro, che siffatti elementi ben potranno essere determinati nel dettaglio dallo statuto, di talché all'organo amministrativo spetterà solamente il potere di procedere alla materiale esecuzione, procedendo al completamento del negozio sottostante, alla ricezione degli apporti e agli altri adempimenti necessari, come si vedrà nel prosieguo.

Non sembrano esservi ostacoli neppure ad una previsione statutaria che, dopo aver disciplinato i sopra richiamati elementi "essenziali", "opti" per una competenza concorrente all'emissione, così legittimando sia l'emissione deliberata dall'assemblea che quella deliberata dagli amministratori¹⁶⁵. In nessun caso, invece, neppure su espressa delega dell'assemblea straordinaria, potrà essere attribuita all'organo gestorio la competenza a determinare in tutto o in parte gli elementi che a norma dell'art 2346 c.c. devono essere disciplinati dallo statuto. Resta da esaminare un'ulteriore ipotesi discussa in dottrina. *Quid iuris* laddove l'assemblea dopo aver determinato gli elementi

¹⁶³ L'autonomia statutaria dovrà in particolare stabilire se gli strumenti siano incorporati o meno in titoli di credito o eventualmente, se non dematerializzati, in documenti di legittimazione ex art. 2002 c.c. Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 130-131.

¹⁶⁴Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n.163, Competenza all'emissione di strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017.

¹⁶⁵ In tal senso Consiglio Notarile di Milano, Massima n.163, Competenza all'emissione di strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017.

“essenziali” di cui all’art. 2346 c.c. non provveda contestualmente a deliberare l’emissione e non determini neppure l’organo competente a procedervi? Taluni¹⁶⁶ ritengono che, trattandosi di un <<normale atto gestorio>>, la competenza spetterà all’organo amministrativo. Altri¹⁶⁷ propendono invece per una competenza concorrente dell’organo amministrativo e dell’assemblea straordinaria. Deve segnalarsi altresì un’ulteriore ricostruzione, che, in siffatta ipotesi, propende per la competenza dell’assemblea ordinaria, quale organo competente a deliberare la distribuzione degli utili di esercizio¹⁶⁸.

Tali problematiche non si pongono invece né per l’emissione di strumenti partecipativi ai prestatori di lavoro dell’emittente o di società controllate, né per quella di strumenti non partecipativi ex 2411 comma 3 c.c. In tali casi, è lo stesso legislatore a fugare qualsiasi dubbio. Agli strumenti finanziari non partecipativi si applica integralmente la disciplina dettata per la fattispecie obbligazionaria. Di conseguenza, ai sensi dell’art. 2410 c.c., la competenza all’emissione spetterà agli amministratori, salvo che la legge o lo statuto non prevedano diversamente. La deliberazione dovrà inoltre risultare da verbale redatto da un notaio e dovrà essere depositata nel registro delle imprese per l’iscrizione. Diversamente, ai fini dell’emissione di strumenti partecipativi ai prestatori di lavoro della società emittente o di società controllate, l’art 2349 c.c. richiede, in ogni caso, una delibera dell’assemblea straordinaria, per la quale non è richiesta alcuna iscrizione nel RI.

A questo punto, sembra necessario indagare il regime di conoscibilità della delibera di emissione di SFP. Invero, nessuna disposizione impone espressamente l’iscrizione della delibera di emissione nel registro delle imprese, salvo il caso in cui la stessa venga adottata dall’assemblea straordinaria in sede di introduzione delle disposizioni prescritte dall’art. 2346 ai fini dell’emissione medesima, risultando in tal caso dal relativo verbale, certamente da depositare. Eppure, conoscere il numero di SFP concretamente emessi e le

¹⁶⁶ Cfr. F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 47; Associazione Disiano Preite, *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, 2003, 125.

¹⁶⁷ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, *Massima* n.163, *Competenza all’emissione di strumenti finanziari partecipativi*, 7 novembre 2017; E. Coraggio, *Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti*, in *Innovazione e diritto*, 2/2018, 116.

¹⁶⁸ In tal senso cfr. G. Giannelli, *Sulla competenza a deliberare l’emissione di strumenti finanziari partecipativi*, in *Rivista del diritto commerciale*, 2006, 8 e ss.

loro caratteristiche, costituisce, senz'altro, interesse di molteplici soggetti: non soltanto dei soci attuali e/o futuri, dei destinatari di SFP di nuova emissione, ma in generale del mercato e dei terzi. Sembra dunque condivisibile l'opportunità di clausole statutarie che impongano di evidenziare nello statuto stesso <<il numero o l'ammontare complessivo degli SFP già emessi e i diritti da essi concretamente attribuiti>>¹⁶⁹. Tale previsione, infatti, renderebbe obbligatorio il deposito dello statuto aggiornato in seguito ad ogni delibera di emissione. Del resto, non si otterrebbe il medesimo grado di conoscibilità dalla tenuta e dal costante aggiornamento di un libro sociale¹⁷⁰ in cui vengano annotate tutte le emissioni di SFP di una determinata categoria, giacché la consultazione dello stesso non costituisce un diritto di tutti i soci né tantomeno dei terzi.

Una volta adottata la delibera di emissione, non sembra dubitabile che la relativa esecuzione spetti all'organo amministrativo. Tale attività si sostanzierà, come anticipato, nell'offerta degli strumenti finanziari, nel perfezionamento del negozio sottostante, con l'esecuzione dell'apporto da parte dei sottoscrittori ovvero l'assunzione del relativo obbligo, cui seguirà la concreta emissione e la relativa sottoscrizione, infine vi sarà l'assegnazione ai sottoscrittori. Se gli strumenti concretamente emessi sono rappresentati da titoli di credito o da documenti di legittimazione ex art. 2002 c.c.¹⁷¹, l'iter richiederà altresì la "creazione" del relativo titolo e la consegna al prestatore.

2.5 Limiti all'emissione. Spettanza di un diritto di opzione a favore dei soci?

Un altro elemento su cui focalizzarsi è costituito dai limiti all'emissione. L'emissione di SFP, invero, non incontra, in linea di principio, alcun limite quantitativo, al pari dell'emissione di azioni. Diversamente, il limite dettato per l'emissione di strumenti obbligazionari dall'art. 2412 c.c. risulta direttamente applicabile alla fattispecie degli strumenti finanziari non partecipativi ai sensi dell'art. 2411 comma 3 c.c. *Quid iuris* se la società emettesse strumenti finanziari partecipativi che incorporino operazioni

¹⁶⁹ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n.163, Competenza all'emissione di strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017; E. Coraggio, Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti, in *Innovazione e diritto*, 2/2018, 117.

¹⁷⁰ La tenuta di un siffatto libro sembra imporsi, come esposto *supra*.

¹⁷¹ La tematica è stata affrontata *supra* nel presente Capitolo.

prevalentemente di prestito, tramite la previsione del diritto al rimborso dell'apporto in favore del titolare? In tali situazioni, infatti, vi è il rischio che la società provveda ad emettere SFP con diritto al rimborso al fine di eludere i limiti sanciti espressamente per le obbligazioni ed estesi agli strumenti finanziari non partecipativi per il tramite dell'art. 2411 comma 3. Per colmare il vuoto di tutela, sembra potersi prospettare l'applicazione analogica della disposizione di cui all'art 2412 c.c. Del resto, in siffatti casi, sembrerebbe sussistere una <<sostanziale coincidenza>>¹⁷² quanto al contenuto patrimoniale delle fattispecie considerate che, a sua volta, parrebbe legittimare l'applicazione della disciplina delle obbligazioni per colmare i vuoti lasciati da quella specificamente dettata per gli strumenti finanziari partecipativi¹⁷³. A ben vedere, peraltro, la soluzione prospettata sembrerebbe coerente con il carattere generale della disposizione sopra richiamata, come tale suscettibile di applicazione analogica. Essa, infatti, trova applicazione non soltanto in caso di emissione di obbligazioni in senso stretto ma anche laddove vengano emessi <<strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società>>.¹⁷⁴

A questo punto, occorre interrogarsi sulla (potenziale) sussistenza di un diritto di opzione in capo ai soci e ai titolari di strumenti finanziari partecipativi precedentemente emessi ai fini della sottoscrizione di SFP di nuova emissione. Mancando apposite previsioni in tal senso, la questione sembra doversi risolvere in senso negativo¹⁷⁵. Tuttavia, laddove gli SFP di nuova emissione siano in concreto configurati come strumenti di raccolta di capitale di rischio, la mancanza di un diritto di opzione andrebbe ad arrecare un pregiudizio ai soci, in particolare a quelli di minoranza, che subirebbero

¹⁷² Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 132.

¹⁷³ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 133.

¹⁷⁴ Il diritto alla restituzione verrà trattato diffusamente *infra* nel prossimo Capitolo.

¹⁷⁵ In tal senso v. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 134 ss.; M. Cian, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, in Quaderni di banca, borsa e titoli di credito, n. 26, Milano, 2006, 158 ss. *Contra*, nel senso della sussistenza di un diritto di opzione "legale" v. M. Lamandini, Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari da parte delle S.p.a e delle cooperative per azioni, in Banca, borse e titoli di credito, 2003, 535; C. Cincotti, L'esperienza delle *parts bénéficiaires* belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art 2346 cc. In Banca borsa e titoli di credito, 2004, I, 233; M. Miola, I conferimenti in natura, in Trattato delle società per azioni, a cura di G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 2004, 288 nota 661.

un “depauperamento” della loro posizione all’interno della società¹⁷⁶, oltre che agli eventuali titolari di SFP precedentemente emessi. La tutela di siffatti interessi potrà basarsi sui rimedi di carattere generale, quali la disciplina sul conflitto di interessi nelle deliberazioni assembleari e quella in tema di abuso della maggioranza, o sui rimedi eventualmente previsti dall’autonomia statutaria, che ben potrà prevedere tramite apposita clausola il diritto di opzione in analisi¹⁷⁷. A conclusioni opposte si giunge invece nell’ipotesi in cui vengano emessi strumenti finanziari convertibili in partecipazioni azionarie¹⁷⁸. In tal caso, infatti, gli SFP dovranno essere offerti in opzione ai soci in proporzione al numero di azioni possedute, salvo che sussista una delle cause di esclusione o non spettanza previste dalla legge¹⁷⁹. Peraltro, come si vedrà *infra* nel prossimo Capitolo, ai fini della convertibilità, la disciplina statutaria dovrà prevedere ulteriori condizioni e modalità¹⁸⁰.

Prima di focalizzare l’attenzione sul novero dei diritti incorporabili negli strumenti finanziari oggetto della presente trattazione, sembra questa la sede per affrontare una tematica strettamente connessa a quella dell’emissione, vale a dire quella della modifica degli strumenti finanziari partecipativi già emessi. Ci si riferisce, in particolare, alla variazione delle regole convenzionali che disciplinano tali strumenti. Tali regole, come è stato anticipato *supra* in questo paragrafo, potranno essere contenute nello statuto ovvero in un allegato che ne costituisce parte integrante, almeno con riferimento agli elementi di cui all’art. 2346 comma 6 del Codice civile. Non può invece escludersi che elementi differenti dai suddetti, come ad esempio le modalità con cui devono essere eseguite le

¹⁷⁶ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 135; M. Lamandini, Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell’emissione di strumenti finanziari da parte delle S.p.a e delle cooperative per azioni, in Banca, borse e titoli di credito, 2003, 535; C. Cincotti, L’esperienza delle *parts bénéficiaires* belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all’art 2346 cc. In Banca borsa e titoli di credito, 2004, I, 233; M. Cian, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voce, in Quaderni di banca, borsa e titoli di credito, n. 26, Milano, 2006, 158 ss., i quali evidenziano come la problematica riportata nel testo riguarderebbe non soltanto il piano patrimoniale ma anche quello amministrativo.

¹⁷⁷ Cfr. M. Miola, I conferimenti in natura, in Trattato delle società per azioni, a cura di G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 2004, 278; M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 135.

¹⁷⁸ Tale possibilità, oltre ad essere pacificamente ammessa in dottrina, è espressamente prevista dal § 3.4 della Relazione ministeriale al d.lgs. n. 6/2003.

¹⁷⁹ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n.166, Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni, 7 novembre 2017.

¹⁸⁰ A quella sede si rinvia per una trattazione più esaustiva della tematica.

comunicazioni tra società e titolari degli SFP, siano contenuti in un diverso contratto, accessorio alla disciplina statutaria ma avente diversa natura.

Ebbene, sembra corretto ritenere che la modifica di elementi della fattispecie direttamente disciplinati dallo statuto, risolvendosi in una “normale” modifica statutaria, sia soggetta alla relativa disciplina legale e statutaria. Diversamente, la modifica di eventuali elementi pattuiti *a latere* dello statuto dovrà avvenire nel rispetto delle regole negoziali previste (eventualmente) dallo stesso contratto. In assenza di siffatte previsioni, saranno invece applicabili i principi generali. Di conseguenza, sarà necessario il consenso di tutte le parti coinvolte, vale a dire la società e i titolari degli strumenti stessi¹⁸¹.

D'altra parte, le modifiche, laddove pregiudizievoli per i titolari di SFP dovranno “sottostare” alla disciplina delle assemblee speciali dettata dall'art 2376 c.c., laddove applicabile. Tale disposizione, invero, prescrive l'approvazione dell'assemblea speciale della categoria lesa quale condizione necessaria per l'efficacia di una delibera lesiva adottata dall'assemblea generale. Laddove gli strumenti partecipativi siano privi delle caratteristiche della standardizzazione e della serialità, ipotesi ben possibile come argomentato *supra* in apertura del presente capitolo, e non si possa quindi propriamente parlare di categoria, sarà invece necessaria l'approvazione dei relativi titolari, senza possibilità di applicazione del principio maggioritario¹⁸². Per altro verso, il dato letterale della disposizione di cui sopra parrebbe escludere dal suo campo applicativo gli strumenti finanziari che non attribuiscono diritti amministrativi¹⁸³. A riguardo sono state prospettate in dottrina soluzioni diversificate. Taluni¹⁸⁴, nonostante il tenore letterale della

¹⁸¹ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 139 ss., i quali ritengono applicabile per analogia la disciplina dettata per le modifiche del prestito obbligazionario laddove gli strumenti finanziari costituiscano una “categoria”, essendo emessi in serie ad una pluralità di soggetti.

¹⁸² Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 140. Sulla tematica si veda anche S. A. Cerrato, Commento all'art. 2376, in Il nuovo diritto societario – d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5; d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61, (diretto da) G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, ad avviso del quale l'art 2376 si applica agli SFP anche in presenza di una sola categoria, <<i>i cui diritti possono essere pregiudicati dalla deliberazione dell'assemblea generale degli azionisti</i>>.

¹⁸³ La disposizione, al primo comma, sembra infatti subordinare l'applicazione della disciplina ivi contenuta all'ipotesi in cui <<i>esistono diverse categorie di azioni o strumenti finanziari che conferiscono diritti amministrativi (...)</i>>.

¹⁸⁴ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 141.

disposizione, ritengono che <<il significato della norma sia tale da far coincidere il suo ambito oggettivo di applicazione con l'intera categoria degli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 comma 6>>. A sostegno di tale ricostruzione viene anzitutto evidenziato come l'aggiunta dell'avverbio "anche" riferito ai diritti amministrativi sia stato introdotto nel dettato dell'art 2346 comma 6 solamente in sede di rettifica il 7 luglio 2003, lasciando così spazio a potenziali disallineamenti, tra le disposizioni concernenti la medesima fattispecie, non estranei all'ordinamento. Dall'altro lato, <<in assenza di una specificazione come quella della rubrica della sezione V del codice, ove si parla di strumenti finanziari partecipativi>>, il riferimento nell'art. 2376 agli strumenti finanziari muniti di soli diritti patrimoniali sarebbe potuto sembrare eccessivamente ampio. Del resto, la circoscrizione sopra ipotizzata del campo di applicazione della disposizione stonerebbe anche sul piano sistematico. A ben vedere, tuttavia, le considerazioni addotte a favore dell'interpretazione prospettata non sono sufficienti a superare la lettera della legge che, *rebus sic stantibus*, non consente una siffatta estensione. La scelta del legislatore, peraltro, appare piuttosto peculiare. Deve infatti evidenziarsi una disparità di trattamento sia rispetto agli strumenti finanziari di partecipazione al patrimonio destinato ad uno specifico affare, per i quali è in ogni caso prevista un'assemblea speciale di categoria, sia rispetto agli strumenti finanziari eventualmente emessi da società cooperative, per i quali vi sarà un'assemblea speciale solo se privi del diritto di voto. Un'organizzazione di gruppo, invero, è prevista anche per gli obbligazionisti, soggetti senza dubbio sprovvisti di diritti amministrativi propri della partecipazione sociale¹⁸⁵.

Non convince neppure la ricostruzione che ritiene applicabile per analogia l'art. 2415 c.c. sull'assemblea degli obbligazionisti per "il tramite" dell'art 2411 comma 3¹⁸⁶, escludendo, invece, l'applicabilità della disciplina di cui all'art 2376 c.c. agli strumenti partecipativi dotati di soli diritti patrimoniali sulla base del tenore letterale di quest'ultima. In tal modo si finirebbe, in sostanza, per far coincidere la fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi con quella degli strumenti finanziari non partecipativi,

¹⁸⁵ In tal senso cfr. F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 72-73. Per una critica dell'impostazione prescelta si v. anche L. Restaino, *Commento all'art. 2376*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli – V. Santoro, Torino, 2003, 339.

¹⁸⁶ Cfr. A. Stagno D'Alcontres, *Commento all'art. 2346*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 540 ss.; L. Restaino, *Commento all'art. 2376*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli – V. Santoro, Torino, 2003, 339 ss.

“mascherando” una soluzione analoga a quella precedentemente confutata tramite un’argomentazione meramente nominalistica¹⁸⁷.

Se ciò è vero, *quid iuris* in caso di inapplicabilità della disciplina delle assemblee speciali? Sembrerebbe doversi escludere la possibilità per la società di modificare direttamente o indirettamente i diritti attribuiti agli SFP *ad libitum*. All’opposto, sembrerebbe più corretto ritenere che la modifica *in peius* dei diritti degli SFP, possa avvenire solo col consenso di ciascuno di essi, anche eventualmente *uti singuli*. Tale soluzione, peraltro, comporta un ostacolo alla funzionalità della società, che costituisce in base ai principi generali un interesse di primaria importanza¹⁸⁸. Sembra pertanto auspicabile la previsione di una clausola statutaria che disponga un’organizzazione di gruppo anche per gli strumenti finanziari partecipativi privi di diritti amministrativi, eventualmente ricalcando le previsioni di cui all’art 2376 c.c., sì da consentire la modificabilità a maggioranza. Per completezza, sembra opportuno segnalare anche un’ulteriore ricostruzione¹⁸⁹ che, proprio alla luce della necessità di garantire e preservare la funzionalità societaria, afferma che i titolari di strumenti partecipativi dotati di soli diritti patrimoniali debbano subire le delibere che ledono i loro diritti <<purché ciò sia oggettivamente giustificato sulla base del prudente apprezzamento della società e nel rispetto del principio di buona fede>>¹⁹⁰. In ogni caso andrebbe esclusa la possibilità per la società di modificare <<i connotati causali>> del rapporto giuridico sottostante all’emissione in assenza dell’unanime consenso dei sottoscrittori. Tale soluzione, del resto, è coerente con gli approdi a cui è giunta la dottrina in sede di teoria generale del negozio giuridico, laddove si precisa che la causa del negozio stesso debba in ogni caso essere determinata e non soltanto determinabile come è invece consentito per l’oggetto¹⁹¹.

¹⁸⁷ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell’art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 143 nota 234.

¹⁸⁸ Cfr. F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 73.

¹⁸⁹ Cfr. F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 73.

¹⁹⁰ Cfr. F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 74.

¹⁹¹ Cfr. L. Barassi, La teoria generale delle obbligazioni, I, Milano, 1963, 172; R. Scognamiglio, Dei contratti in generale, in Commentario al Codice civile, a cura di Scialoja e Branca, Libro quarto, Delle obbligazioni (artt. 1321-1352), Bologna-Roma, 1972, 362; F. Magliulo, Il riferimento a fonti determinative esterne al contratto (*relatio*) e la forma del contratto di mutuo, in Mutui ipotecari. Riflessioni giuridiche e tecniche contrattuali, Milano, 1999, 368 ss.

A questo punto, non resta che proseguire con la disamina dei diritti attribuibili agli strumenti finanziari in esame.

CAPITOLO 3: I DIRITTI INCORPORABILI: UN'INDAGINE TRA DATO NORMATIVO E PRATICHE ECONOMICHE

3.1 Premessa e impostazione del prosieguo dell'indagine

La scarsa disciplina dettata dal legislatore, come più volte anticipato, rimette all'autonomia privata l'onere, per così dire, di declinare in concreto il contenuto degli SFP, tanto sotto il profilo patrimoniale che sotto quello amministrativo. La stessa frammentarietà ha determinato autorevoli ricostruzioni diverse tra di loro e financo, in alcuni casi, apertamente contrastanti, non soltanto, per quanto attiene alla fattispecie in sé, come si ha avuto modo di vedere *supra* nel primo Capitolo, ma anche con riguardo alla regolamentazione dei singoli elementi della stessa, vale a dire ai singoli diritti patrimoniali e/o amministrativi attribuibili agli SFP e alle relative modalità di esercizio. Per comprendere adeguatamente “l'entità” della questione, *rectius* “dell'incertezza” in materia, occorre anticipare una tematica che verrà sviluppata più nel dettaglio nel prosieguo della trattazione. Tra i diritti attribuibili sul piano amministrativo agli strumenti finanziari in esame, va annoverato, per espressa previsione legislativa, <<il diritto di voto su argomenti specificamente individuati>>. Ebbene, coordinando la disposizione pocanzi richiamata con il dettato dell'art 2346 comma 6 c.c., che esclude che agli SFP possa essere attribuito <<il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti>> non sembrerebbero esservi dubbi sul fatto che il diritto di *voice* eventualmente attribuito, nel rispetto dei vincoli di cui sopra, dovrebbe essere necessariamente esercitato in un'apposita assemblea speciale. Vi sono tuttavia una serie di argomenti che mettono in dubbio tale soluzione. A conferma di ciò, molteplici commentatori hanno aderito alla soluzione opposta. Come anticipato, la questione verrà affrontata nel merito *infra* nell'apposita sede, il dibattito esistente a riguardo è tuttavia emblematico del margine di incertezza sull'argomento, soprattutto se si considera che si tratta di una delle poche questioni rispetto alle quali il legislatore si è effettivamente pronunciato. In un simile scenario, in dottrina si è più volte auspicata la formazione di una prassi applicativa quanto più possibile omogenea, suscettibile di stabilizzarsi secondo schemi e modelli consolidati e ricorrenti. In questa sede, pertanto, si tenterà di svolgere un'indagine che coniughi il

dato normativo con la prassi applicativa, al fine di verificare se schemi ricorrenti siano effettivamente identificabili. Del resto, <<una conoscenza della (presente) realtà è condizione imprescindibile per gli studi giuridici, se questi devono attenersi ai problemi sollevati dalle relazioni tra gli uomini e non a dispute su ipotesi prive di riscontro, seppur acute e sottili>>¹⁹². Per le finalità poc'anzi anticipate si provvederà ad una disamina dei diritti attribuibili agli strumenti finanziari in esame che terrà conto degli elementi salienti di ventiquattro emissioni concretamente avvenute. Al termine del presente Capitolo si provvederà poi a riportare le principali caratteristiche delle stesse. Il campione è stato selezionato in maniera casuale, tramite ricerche sulla stampa e sul web circa l'avvenuta emissione. Benché vi siano incertezze circa il grado di rappresentatività dello stesso, com'era del resto prevedibile, non essendo possibile conoscere il novero delle società azionarie italiane che hanno fatto ricorso all'emissione degli strumenti finanziari oggetto del presente lavoro, esso appare sufficientemente ampio da consentire di formulare osservazioni rilevanti per i fini anticipati¹⁹³.

3.2 Diritti patrimoniali e diritti amministrativi, necessari entrambi?

Prima di focalizzarci sul novero dei singoli diritti patrimoniali e/o amministrativi attribuibili ai titolari di SFP, occorre tentare di sciogliere una questione per così dire pregiudiziale. In particolare, si tratta di stabilire se agli strumenti in esame debbano necessariamente essere attribuiti entrambe le categorie di diritti, se, viceversa, essi siano liberamente modulabili, o ancora, se vi siano talune limitazioni all'autonomia privata.

Ancora una volta sembra opportuno fondare l'incipit dell'indagine sull'esame del dato normativo. Anche in questo caso viene in rilievo l'art. 2346 comma 6 del Codice

¹⁹² In questi termini T. Ascarelli, Prefazione ai saggi di diritto commerciale, Milano, 1955, 2.

¹⁹³ Le società interessate, del resto, operano in settori variegati: finanziario, industriale, consulenza aziendale. Non mancano neppure emissioni da parte di società holding. Tali informazioni verranno approfondite nell'apposita sede, a conclusione del presente Capitolo. Non si può neppure trascurare la significatività delle operazioni considerate, anche per valore economico.

civile, il quale, per quel che qui rileva, prevede la possibilità di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali <<o anche di diritti amministrativi (...)>>.

Benché la lettera della legge sembri apparentemente chiara nel prescrivere la necessaria presenza di diritti patrimoniali, da un lato, e, dall'altro, il carattere meramente accidentale dei diritti di tipo amministrativo, non sono mancate interpretazioni che, tramite approcci argomentativi di dubbia solidità, ampliano la discrezionalità dell'autonomia privata fino a considerare il novero dei diritti attribuibili agli SFP liberamente modulabile sia sul piano patrimoniale che su quello amministrativo¹⁹⁴. In altre parole, si è ritenuta legittima l'emissione di strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali e amministrativi sia in forma congiuntiva che disgiuntiva.

La legittimità dell'attribuzione disgiuntiva viene affermata tramite una mera argomentazione "*a similia*" che tiene conto di alcuni casi in cui il legislatore ha impiegato la locuzione "o anche" per indicare un'alternativa. Si tratta, ad esempio del combinato disposto degli art. 2328 e 2333 c.c., che consentono di costituire una s.p.a. per il tramite di un contratto, di un atto unilaterale <<o anche>> a mezzo di pubblica sottoscrizione o, ancora, del disposto dell'art 2375 c.c. sul verbale assembleare.

Una volta ammessa l'attribuzione disgiuntiva, si giunge alla legittimità di quella congiuntiva facendo leva sul principio di economicità degli atti giuridici. Se infatti, in questa prospettiva, non si dubita della possibilità di provvedere alla duplice emissione di strumenti finanziari dotati di soli diritti patrimoniali, da un lato, e di soli diritti amministrativi, dall'altro, non si dovrebbe escludere neppure l'ipotesi di una sola emissione di SFP dotati di entrambe le categorie di diritti. Del resto, ove il titolare di entrambe le tipologie di strumenti sopra postulati fosse lo stesso soggetto, si assisterebbe di fatto ad un'ipotesi di attribuzione congiuntiva sia di diritti patrimoniali che di diritti amministrativi.

La ricostruzione riportata presenta l'innegabile pregio di rendere gli strumenti in esame più adattabili alle esigenze del caso concreto ma sembra trascurare gli

¹⁹⁴ Cfr. M. Manuli, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle spa: riflessioni critiche, in *Le Società*, 11/2013, 197; G. Mignone, Nuovi Istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione, in *Rivista delle società*, 2006, 1030 ss.

emendamenti effettuati a seguito dell'avviso di rettifica n.153 pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 4 luglio 2003. Anteriormente, infatti, seppur per un arco temporale neppure semestrale, l'art. 2346 comma 6 del Codice presentava l'espressione disgiuntiva "o", lasciando intendere che agli strumenti partecipativi in senso stretto avrebbero potuto essere attribuiti solo diritti patrimoniali e non anche amministrativi o viceversa¹⁹⁵ ed escludendo, dunque, il carattere essenziale dell'attribuzione di diritti patrimoniali. Tale carattere sembrerebbe invece emergere a seguito dell'aggiunta dell'espressione "anche" per il tramite del provvedimento da ultimo menzionato. Tale conclusione, del resto, trova conforto nelle analoghe rettifiche adottate nel dispositivo e dell'art. 2349 comma 2 e dell'art 2356 rispettivamente concernenti gli strumenti finanziari a favore dei prestatori di lavoro dipendente e gli strumenti finanziari partecipativi emessi dalle società cooperative.¹⁹⁶ Per altro verso, secondo taluni autori¹⁹⁷, l'essentialità dei diritti patrimoniali riflette la <<connotazione necessariamente patrimoniale>> degli strumenti finanziari, risultando altrimenti difficile giustificare <<la "tenuta" causale di un negozio in virtù del quale un soggetto, il sottoscrittore dello strumento, effettua un apporto senza da ciò conseguire un diritto patrimoniale, qualunque esso sia>>¹⁹⁸. La tesi proposta, ancorché da condividersi, determina innegabili margini di incertezza. L'assoluta necessità di dotare gli SFP di diritti patrimoniali, infatti, porta con sé il logico requisito

¹⁹⁵ La sola attribuzione di diritti amministrativi ai titolari di SFP, ancorché apparentemente inusuale, non risulta priva di utilità pratica, ben potendo la partecipazione alle decisioni societarie rivestire (anche indirettamente) rilevanza (anche) sul piano patrimoniale. Si pensi ad esempio ad un soggetto che intrattiene cospicui rapporti contrattuali con la società emittente. Egli, verosimilmente, avrà interesse a prendere parte alle scelte economiche della società al fine di impedire che un'eventuale cattiva gestione possa avere risvolti negativi sui rapporti contrattuali in essere.

¹⁹⁶ Nel senso del carattere essenziale dei diritti patrimoniali si è espressa la dottrina pressoché unanime, *ex multis* si veda M. Stella Richter jr, Strumenti finanziari e società per azioni, in La riforma del diritto societario dieci anni dopo: per i quarant'anni di Giurisprudenza commerciale, Milano, 2014, 65; M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 81; M. S. Spolidoro, Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali, in Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative, a cura di M. Rescigno e A. Sciarrone Alibrandi, Milano, 2004, 36; F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 50.

¹⁹⁷ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 81 ss; M. Stella Richter jr, Strumenti finanziari e società per azioni, in La riforma del diritto societario dieci anni dopo: per i quarant'anni di Giurisprudenza commerciale, Milano, 2014, 65.

¹⁹⁸ In questi termini M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 87. Nello stesso senso v. anche A. Busani e M. Sagliocca, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp), in Le Società, 11/2012.

dell'effettività degli stessi, onde evitare elusioni del vincolo. Taluni¹⁹⁹, per superare il problema hanno prospettato l'applicazione del principio di meritevolezza del contratto, principio che, in questa prospettiva dovrebbe ritenersi soddisfatto laddove <<la compartecipazione risulti funzionalizzata al soddisfacimento di un interesse apprezzabile>>. Diversamente, i diritti amministrativi ben potranno valorizzare la posizione soggettiva del titolare di SFP, ma non costituiscono elemento essenziale ai fini della qualificazione della fattispecie. Resta inteso peraltro, come diffusamente dibattuto *supra* nel primo Capitolo, che taluni dei diritti attribuiti allo strumento, patrimoniali o amministrativi che siano, dovranno avere natura partecipativa nel senso più volte sopra esplicitato. In altri termini, si dovrà trattare di diritti "tipici" della partecipazione sociale e derivanti dal contratto sociale. Non sembrano condivisibili, invece, le conclusioni di taluni autori²⁰⁰, che negano la possibilità di attribuire diritti amministrativi agli strumenti finanziari privi di diritti patrimoniali di carattere partecipativo.

Analoghi vincoli all'autonomia privata non sussistono, invece, ai fini dell'emissione di strumenti finanziari non partecipativi ex art. 2411 comma 3 c.c., che si limita a prescrivere l'applicabilità dell'integrale disciplina dettata per le obbligazioni a tali strumenti. Affinché si possa legittimamente parlare di siffatti strumenti, sarà necessario e sufficiente che essi attribuiscano il diritto, variamente modulato, al rimborso del capitale e alcuni diritti patrimoniali e/o amministrativi diversi rispetto a quelli tipici del prestito obbligazionario²⁰¹. Tale conclusione, del resto, risulta coerente con le previsioni dell'art 4 comma 6 c) della legge delega 3 ottobre 2001 n.366 la quale si limita a prevedere la possibilità che gli strumenti partecipativi e non partecipativi siano dotati di <<diversi diritti patrimoniali e amministrativi>>.

Chiarita la questione, si può ora procedere a svolgere considerazioni più dettagliate in merito ai singoli diritti che possono essere attribuiti agli strumenti finanziari partecipativi, prendendo le mosse da quelli di tipo patrimoniale. L'analisi si propone, da

¹⁹⁹ Cfr. Cian, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, in Quaderni di banca, borsa e titoli di credito, n. 26, Milano, 2006, 1191.

²⁰⁰ In tal senso cfr. M. Miola, I conferimenti in natura, in Trattato delle società per azioni, a cura di G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 2004, 267; U. Tombari, Strumenti finanziari "partecipativi" (art.2346, ultimo comma, c.c.), e diritti amministrativi nella società per azioni, in Rivista del diritto Commerciale, 2006, 147.

²⁰¹ Cfr. M. Manuli, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle spa: riflessioni critiche, in Le Società, 11/2013, 194 ss.

un lato, di verificare se e quando tali diritti siano tali da consentire di qualificare lo strumento alla stregua di “partecipativo” nel senso più volte declinato e, dall’altro, terrà conto dei dati che emergono dal campione esaminato.

3.3 I diritti patrimoniali

3.3.1 Il diritto agli utili

Nell’ambito dei diritti di tipo patrimoniale attribuibili agli SFP, il primo a venire in rilievo è, in via di prima approssimazione, il diritto “alla remunerazione” dell’apporto. La remunerazione dell’investimento, peraltro, costituisce un elemento tipico che connota il contenuto patrimoniale anche degli strumenti finanziari *latu sensu* di tipo non partecipativo, che ben potrà essere ancorato in maniera più o meno “intensa” all’andamento della società. Si pensi ad esempio al caso in cui il pagamento degli interessi sia in tutto o in parte commisurato agli utili della società. Per ragioni di coerenza del sistema sembra doversi escludere che strumenti finanziari ai quali sia attribuito il diritto ad una remunerazione commisurata agli utili possano essere annoverati nell’ambito della fattispecie di cui all’art.2346 comma 6 c.c. in assenza di diritti amministrativi “propriamente” di tipo partecipativo.

Affinché il diritto alla remunerazione dell’apporto possa dirsi partecipativo ed essere, in ipotesi, “sufficiente” a ricondurre lo strumento che ne è dotato nella fattispecie di cui sopra, si richiede che presenti i connotati propri della partecipazione degli azionisti al risultato economico dell’esercizio, vale a dire all’utile conseguito o alla perdita subita. In questa sede si prenderà in esame solo la prima ipotesi, viceversa, l’incidenza delle perdite riportate dalla società sulla posizione dei titolari di SFP verrà approfondita nel §3.8, al quale si rimanda.

Il diritto attribuito ai titolari di SFP dovrebbe essere subordinato alla duplice condizione che l’utile risulti dal bilancio regolarmente approvato e che la società ne deliberi la distribuzione. La percentuale spettante ai titolari di SFP dovrebbe, inoltre, essere calcolata al netto della quota da accantonare a riserva legale e di quella

eventualmente necessaria a ripianare perdite precedentemente riportate dalla società²⁰². Per altro verso, non è detto che gli utili debbano essere necessariamente attribuiti ai titolari di SFP in proporzione all'apporto effettuato, quand'anche quest'ultimo venga imputato a patrimonio netto tramite iscrizione di apposita riserva²⁰³. Tali condizioni, ovviamente, dovranno risultare da apposita clausola statutaria. La subordinazione del diritto agli utili dei titolari di SFP alla delibera di distribuzione dell'assemblea rischia di sfociare nella subordinazione ad una condizione meramente potestativa di soggetti terzi. Tale circostanza rende non soltanto plausibile ma forse addirittura necessaria la previsione in favore dei suddetti soggetti di un diritto sulle riserve eventualmente create mediante l'accantonamento di utili non distribuiti, sia in caso di loro successiva distribuzione sia nell'ipotesi in cui le stesse vengano imputate a capitale. In tale ultima ipotesi si ritiene che il perfezionamento del "passaggio" a capitale sia subordinato al pagamento in favore dei titolari di SFP della quota di riserve loro riferibile. Se ciò è vero, dovrà *a fortiori* ritenersi legittima l'attribuzione ai titolari di SFP del diritto a "partecipare" alla distribuzione delle riserve formate mediante l'accantonamento degli apporti da essi effettuati a fronte dell'emissione.²⁰⁴

Per altro verso, deve escludersi la possibilità di ovviare alla situazione sopra descritta attribuendo ai titolari di SFP un diritto di voto sulla distribuzione degli utili. Invero, come verrà approfondito *infra*, sembra doversi escludere la legittimità di eventuali clausole statutarie che attribuiscono agli SFP un diritto di voto ex art. 2351 ultimo comma c.c. per le deliberazioni rispetto alle quali l'art. 2369 comma 4 c.c. preclude l'innalzamento statutario dei quorum assembleari previsti dalla legge. Si tratta in particolare delle delibere di approvazione del bilancio e di nomina e revoca delle cariche sociali²⁰⁵. Le decisioni sulla distribuzione degli utili, infatti, dovranno essere adottate

²⁰² In tal senso cfr. A. Busani e M. Sagliocca, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp), in *Le Società*, 11/2012, 1193; M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 89.

²⁰³ In questo senso F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 51.

²⁰⁴ Cfr. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 91; A. Busani e M. Sagliocca, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp), in *Le Società*, 11/2012, 1195.

²⁰⁵ Cfr. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 99; L. Enriquez, *Quartum non*

dall'assemblea che approva il bilancio. Una situazione diversa si verifica, invece, nel caso in cui la società adotti il sistema dualistico di amministrazione. In tal caso, infatti, la delibera di approvazione del bilancio dovrà essere adottata dal consiglio di sorveglianza mentre quella sulla distribuzione degli utili rientra tra le "materie" di competenza dell'assemblea ordinaria ex art. 2364-bis comma 2 n. 4). In siffatti casi, dunque, non paiono esservi ragioni per escludere la legittimità di una clausola statutaria che attribuisca ai titolari di SFP il diritto "ad esprimersi" quanto alla distribuzione stessa, sembrando trovare applicazione la limitazione di cui all'art. 2369 comma 4.

Lo statuto, peraltro, ben potrà declinare il diritto agli utili spettante agli SFP in maniera "atipica"²⁰⁶, ad esempio prevedendo un trattamento privilegiato o una quota minima garantita, pur sempre nel rispetto delle condizioni sopra richiamate. Il campione esaminato evidenzia un "impiego" frequente di tale facoltà. Nell'emissione di SFP da parte di Mednav S.p.A., operante nel settore dei trasporti, avvenuta il 18/12/2013, si riscontra, ad esempio, la previsione di un diritto agli utili pari al 100% di quelli distribuiti sino a raggiungimento del valore nominale degli SFP. In modo simile, gli SFP emessi il 21/12/2012 dalla Tasnch Holding S.p.A. incorporano un diritto a percepire il 98% degli utili distribuiti sino a incasso del 105% dell'apporto effettuato a fronte della sottoscrizione degli stessi. Nella maggior parte dei casi esaminati, invece, si riscontra la previsione un diritto all'utile consistente in una somma forfettaria, calcolata sugli utili di esercizio. Così, ad esempio, nell'emissione deliberate da: Accadiesse S.p.A il 28/06/2013, Carlo Tassara S.p.A il 23/12/2013, EEMS Italia S.p.A il 29/01/2014, Panini S.p.A il 19/09/2014, Euromilano S.p.A il 30/06/2014, il 10/07/2014 e infine il 18/01/2014. D'altra parte, pare interessante notare come una remunerazione così strutturata è stata posta sotto il vaglio critico di autorevole dottrina, che ha considerato l'ipotesi pienamente legittima²⁰⁷.

datur: appunti in tema di "strumenti finanziari partecipativi" in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia, in Banca borsa e titoli di credito, 2005, II, 180.

²⁰⁶ Cfr. A. Busani e M. Sagliocca, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp), in *Le Società*, 11/2012, 1193 ss.; A. Giampieri, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, in M. Irrera (diretto da) *Le acquisizioni societarie*, Bologna, 2011, 625; F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 51.

²⁰⁷ In tal senso v. M. Notari, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA.VV., *Il nuovo ordinamento delle società*, Milano, 2003, 632; Associazione Disiano Preite, *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, 2003, 123; A. Lolli, *Gli strumenti finanziari*, sub artt. 2346-2354 c.c., in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 202 ss.

Non mancano neppure opinioni dottrinali tese ad estendere ulteriormente la discrezionalità dell'autonomia privata sino a considerare legittimi pagamenti che non richiedano una preventiva delibera assembleare di distribuzione o, ancora, l'attribuzione, tramite apposite clausole statutarie, di diritti di "accrescimento" della remunerazione esigibile nei successivi esercizi laddove non vena conseguito alcun utile o questo non sia sufficiente a soddisfare la somma spettante ai titolari di SFP in un dato esercizio²⁰⁸. Sembrerebbe inoltre possibile ancorare la remunerazione degli strumenti finanziari partecipativi ad un parametro finanziario, quale ad esempio il Tasso Interno di Rendimento, pur subordinandone l'effettivo pagamento alla risultanza di un utile dal bilancio regolamento approvato e alla delibera di distribuzione.

Parte della dottrina²⁰⁹ ritiene, inoltre, che l'autonomia statutaria possa prevedere pagamenti in favore dei titolari degli strumenti in parola anche non coincidenti con l'approvazione del bilancio di esercizio ovvero svincolati da una preventiva deliberazione assembleare. Resta inteso, peraltro, che siffatti diritti non si possono configurare come "partecipativi" nel senso chiarito nelle pagine precedenti e non saranno, pertanto, sufficienti a ricondurre lo strumento finanziario che ne sia dotato nella fattispecie di cui all'art. 2346 comma 6.

3.3.2 Il diritto al riparto dell'attivo di liquidazione

Esaurite le questioni concernenti la remunerazione dell'apporto, sembra ora opportuno concentrarsi su quelle concernenti il diritto al rimborso dell'apporto medesimo. Se non si dubita della possibilità di incorporare tale diritto agli strumenti finanziari in esame, sembra invece necessario interrogarsi sulla possibilità di configurare il diritto di cui si dibatte alla stregua di diritto "partecipativo" nell'accezione più volte impiegata.

²⁰⁸In tal senso A. Giampieri, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, in M. Irrera (diretto da) *Le acquisizioni societarie*, Bologna, 2011, 625; A. Busani e M. Sagliocca, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp), in *Le Società*, 11/2012, 1194.

²⁰⁹In tal senso A. Busani e M. Sagliocca, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp), in *Le Società*, 11/2012, 1194; A. Giampieri, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, in M. Irrera (diretto da) *Le acquisizioni societarie*, Bologna, 2011, 626.

Tale circostanza sembra verificarsi allorché il diritto al rimborso in favore dei titolari di SFP venisse parificato, quanto all'ordine di soddisfazione, con il diritto di riparto dell'attivo di liquidazione spettante agli azionisti o ad alcuni di essi, una volta che la società sia stata sciolta e, ovviamente, dopo l'integrale soddisfazione dei creditori sociali.²¹⁰

Il diritto in esame, peraltro, ben potrebbe riguardare sia l'attivo (eventualmente) eccedente l'ammontare nominale del capitale sociale, risolvendosi, in sostanza, nel diritto a partecipare alla ripartizione delle riserve al momento dello scioglimento, sia l'attivo che eventualmente residua dopo la ripartizione delle (eventuali) riserve. In quest'ultima ipotesi, la natura partecipativa si manifesta, in sostanza, nella partecipazione al rischio di perdite di misura tale da intaccare il capitale, tipico della partecipazione sociale.

Se quanto detto sin qui è vero, si finisce per legittimare la possibilità di includere anche i titolari di SFP nel novero dei c.d. *residual claimant* della società, vale a dire di coloro ai quali spetta il saldo attivo del patrimonio utilizzato per l'esercizio dell'impresa societaria²¹¹. Tale circostanza, apparentemente in contrasto con i principi concernenti la struttura patrimoniale delle società azionarie, ben si sposa, invero, con la previsione della categoria degli (altri) strumenti finanziari partecipativi che il codice affianca alle azioni e la cui concreta configurazione è rimessa all'autonomia statutaria, seppur nel rispetto di taluni limiti espressamente previsti dal legislatore o ricavabili dal sistema.

²¹⁰ Cfr. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 91 ss.; A. Busani e M. Sagliocca, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp), in *Le Società*, 11/2012, 1196; *Contra* G. Ferri jr, Fattispecie societaria e strumenti finanziari, in Montagnani (a cura di), in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, 823, il quale ritiene che la "restituzione" del capitale versato dai soci debba essere in ogni caso postergato alla restituzione delle risorse apportate da soggetti esterni alla compagine sociale, compreso quello dei sottoscrittori di strumenti partecipativi in senso stretto. Diversamente, A. Giampieri, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, in M. Irrera (diretto da) *Le acquisizioni societarie*, Bologna, 2011, 625 ss., sostiene la possibilità di <<concepire ipotesi di priorità nei pagamenti con riguardo alla liquidazione>> tramite apposite clausole statutarie.

²¹¹ Un simile esito non è accettabile ad avviso di taluni autori. Su tutti, v. G. Ferri jr, Fattispecie societaria e strumenti finanziari, in Montagnani (a cura di), in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, Milano, 2004, 823 ss.; P. Spada, Azioni e strumenti finanziari, in *Studi e materiali del consiglio nazionale del notariato*, 2004, 226.

In ogni caso, non vi sono dubbi circa l'impossibilità di parificare *in toto* tali strumenti alle azioni²¹². Ai primi, in sostanza, non potrà essere attribuito il <<medesimo insieme>> di diritti patrimoniali spettanti ai soci, pena l'estensione della *causa societatis* in favore di soggetti terzi diversi dai soci. Tale preclusione, a ben vedere, sembra un necessario corollario dello stesso principio di tipicità della società²¹³.

Essendo la concreta configurazione degli SFP rimessa all'autonomia statutaria, sembra giocoforza ritenere che in assenza di espressa previsione del diritto a partecipare alla ripartizione dell'eventuale attivo di liquidazione, gli apporti effettuati dai titolari degli strumenti in parola si debbano considerare effettuati "a fondo perduto". In altre parole, in assenza di attribuzione esplicita del diritto di cui si dibatte, ai titolari di SFP non dovrebbe spettare nessun rimborso in sede di ripartizione dell'attivo che eventualmente residua dopo il soddisfacimento di tutti i creditori sociali²¹⁴. Analogamente, sembra doversi escludere che dalla mera previsione del diritto a partecipare agli utili in favore dei titolari di SFP possa discendere *sic et simpliciter* il diritto a ricevere una somma di valore pari, o comunque correlato, a quello dell'apporto né alla distribuzione di eventuali plusvalenze realizzate dall'impresa societaria.

Volgendo l'attenzione alla prassi applicativa, dal campione esaminato emerge la previsione del diritto in esame nella stragrande maggioranza dei casi. Tra di essi, soltanto in due casi il diritto è stato strutturato in modo difforme da quello spettante agli azionisti, si tratta, in particolare, delle emissioni deliberata da Redecam Group S.p.A. il 19/11/2015 e da IDEA Fimit SGR S.p.A. il 26/07/2011. Nel primo caso, ai titolari di SFP è stato

²¹² Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 93.

²¹³ Cfr. A. Giannelli, Commento all'art 2411, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 30 ss.; P. Spada, Azioni e strumenti finanziari, in Studi e materiali del consiglio nazionale del notariato, 2004, il quale afferma che <<la variabilità della causa dell'apporto non deve comportare sovrapposizione con la *causa societatis*>>, 226.

²¹⁴ In tal senso v. A. Busani e M. Sagliocca, I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp), in Le Società, 11/2012, 1196; Associazione Disiano Preite, Il nuovo diritto delle società, Bologna, 2003, 123; A. Giannelli, Commento all'art 2411, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 30 ss.; M. Miola, I conferimenti in natura, in Trattato delle società per azioni, a cura di G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 2004, 282. In termini differenti si esprime invece F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 51, ad avviso del quale occorre effettuare una partizione tra apporti in denaro o beni in natura da un lato, e apporti d'opera o servizi dall'altro. Ebbene, ad avviso dell'autore, la soluzione prospettata nel testo, si applicherebbe esclusivamente nel secondo caso mentre in caso di apporti in denaro o di beni in natura il diritto alla restituzione <<compete naturalmente>> ai titolari di SFP senza necessità di previsioni statutarie in tal senso.

riconosciuto il diritto a partecipare alla ripartizione del residuo attivo di liquidazione in via preferenziale rispetto agli azionisti. Diversamente, nel secondo, il diritto viene riconosciuto solo in presenza di crediti per la remunerazione rimasti insoddisfatti. Negli altri casi, invece, il diritto è stato riconosciuto *pari passu* con gli azionisti. Peraltro, è interessante notare come nei casi in cui il diritto non è stato incorporato agli strumenti emessi, questi avevano durata inferiore a quella della società, il che rendeva logicamente impossibile siffatta previsione. Si tratta, in particolare, dell'emissione deliberata da Intek Group S.p.A e da Dicembre 2007 S.p.A rispettivamente il 09/05/2012 e il 22/10/2010.

Per altro verso, pare senz'altro da ammettere la possibilità di prevedere, tramite apposite clausole statutarie, talune strategie di exit per il disinvestimento, sì da consentire alla società di effettuare, o al titolare dello strumento di ottenere, la liquidazione anticipata dello strumento stesso. A tal fine si rivelano utili previsioni che accordino ai titolari un diritto di recesso e/o un diritto di conversione degli strumenti partecipativi in azioni della società emittente ovvero che attribuiscono alla società o ai soci della stessa un diritto di riscatto. Tali tematiche verranno affrontate *infra*.

A questo punto, resta da affrontare una questione ulteriore. Si tratta di stabilire se il diritto alla restituzione dell'apporto possa essere riconosciuto non soltanto in fase di liquidazione ma anche *durante societate*. In altre parole, si tratta di stabilire se gli SFP possano essere configurati come strumenti di mero finanziamento della società. La neutralità causale caratterizzante tali strumenti, come diffusamente analizzato *supra* nel Capitolo precedente, sembra consentire di fornire risposta affermativa alla questione. Sono tuttavia necessarie talune precisazioni. Invero, uno strumento tramite il quale i sottoscrittori apportano risorse alla società, con obbligo di rimborso da parte di quest'ultima unitamente ad una remunerazione periodica a titolo di interesse, coinciderà, a seconda della concreta configurazione, con la fattispecie obbligazionaria propriamente detta o, al più, con quella degli strumenti c.d. obbligazionari di cui all'art. 2411 comma 3 c.c. Uno strumento così configurato sul piano patrimoniale, potrà rientrare nella fattispecie di cui all'art. 2346 comma 6 c.c. soltanto laddove, a fronte del finanziamento, venissero attribuiti (anche) diritti amministrativi di tipo "partecipativo". Vale la pena ribadire come nell'ipotesi in esame, al fine di evitare elusioni, sembra doversi applicare il limite all'emissione di cui all'art 2412 c.c. Vi sarà, dunque, un limite assoluto che dovrà essere rispetto dalla società ai fini dell'emissione di SFP che incorporano operazioni

prevalentemente di prestito, di obbligazioni propriamente dette e di strumenti finanziari cd. obbligazionari²¹⁵.

3.4 I diritti amministrativi

Conclusa la disamina dei diritti patrimoniali di cui gli SFP possono essere dotati, è ora opportuno volgere l'attenzione a quelli di tipo amministrativo. In questa sede, sembra opportuno ribadire come i diritti amministrativi, nei limiti di cui si dirà, potranno arricchire la posizione soggettiva dei titolari di SFP ma non rappresentano un elemento imprescindibile della stessa. Nelle pagine successive ci si interrogherà sui connotati che i diritti di questo tipo debbono assumere per essere qualificabili come "partecipativi" ed essere quindi "sufficienti" a ricondurre lo strumento che ne sia dotato nella fattispecie di cui all'art. 2346 comma 6 c.c. Nel fare ciò, si farà riferimento ai risultati emersi dal campione esaminato, non potendosi trascurare i riscontri della prassi applicativa. Ancora alcune premesse. Nel paragrafo che segue verranno esaminati i limiti del diritto di voto attribuibile ai titolari di SFP, quello successivo, invece, sarà dedicato all'analisi della seconda parte dell'art. 2351 comma 5 c.c., ad avviso della quale agli SFP <<può essere riservata la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco, secondo modalità stabilite dallo statuto>>. L'indagine si concluderà, poi, esaminando gli ulteriori diritti amministrativi attribuibili agli strumenti in esame, ancorché non espressamente previsti dal legislatore.

3.4.1 Il diritto di voto

L'attribuibilità agli SFP di un vero e proprio diritto di voto costituisce una delle questioni più spinose dell'intera disciplina applicabile all'istituto oggetto del presente lavoro. La questione, infatti, si basa su un interrogativo di fondo. Si tratta di stabilire se il legislatore abbia inteso legittimare la partecipazione degli strumentisti al governo della società o, più semplicemente, consentire ad essi di esercitare un controllo sull'attività sociale a tutela dei propri interessi. La rilevanza della questione esula dal mero piano teorico. Aderendo alla prima ricostruzione, infatti, si dovrebbe giungere ad ammettere

²¹⁵ Per una trattazione più approfondita della tematica si rinvia *supra* nel Capitolo precedente.

l'attribuibilità di un vero e proprio diritto di *voice*, seppur con le necessarie precisazioni che si faranno *infra*. Diversamente, aderendo alla seconda, il diritto di voto cui si riferisce il legislatore verrebbe a configurarsi alla stregua di un potere di “vigilanza”. Sulla questione si sono espressi numerosi autori giungendo a conclusioni tra di loro apertamente contrastanti.

Da un lato, si è affermato come la riforma del diritto societario, pur avendo <<concesso ampia elasticità relativamente al diritto di voto attribuibile alle azioni, non sembra essersi spinto sino a consentire alle società azionarie di attribuire, in nessuna circostanza, il diritto di voto a strumenti finanziari diversi e ulteriori dalle azioni, neppure quelli partecipativi>>²¹⁶. Tale posizione attribuisce rilevanza determinante all'enunciato espresso dall'art. 2346 comma 6 c.c. nella parte in cui esclude che agli SFP possa essere attribuito <<il voto nell'assemblea generale degli azionisti>>. Ebbene, ad avviso degli Autori, tale inciso dovrebbe escludere che il diritto attribuibile agli SFP possa considerarsi un diritto di voto in senso proprio, potendo essere esercitato esclusivamente in sede di assemblea speciale.

Alcuni degli Autori citati²¹⁷, tuttavia, riconoscono che la ricostruzione fornita non può essere data per pacifica. Non sono mancate, infatti, opinioni di segno opposto che hanno ritenuto il voto (eventualmente) attribuito agli SFP esercitabile in sede di assemblea generale dei soci, seppur relativamente agli “argomenti specificamente indicati dallo statuto”²¹⁸. Tra le varie argomentazioni a sostegno di tale conclusione, è interessante menzionare la considerazione per cui l'art. 2351 ultimo comma c.c. avrebbe prodotto una <<rottura del monopolio degli azionisti sui diritti strumentali al governo della società,

²¹⁶ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 94. Nello stesso senso v. anche B. Libonati, I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi”, in Rivista del diritto commerciale, 2007, 14 ss.; M. Cian, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di *voice*, in Quaderni di banca, borsa e titoli di credito, n. 26, Milano, 2006, 36 ss.; U. Tombari, “Strumenti finanziari “partecipativi” (art. 2346, ult. comma, c.c.) e diritti amministrativi nelle società per azioni”, in Rivista del diritto commerciale, 2006.

²¹⁷ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 94.

²¹⁸ In tal senso v. F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 57; Associazione Disiano Preite, Il nuovo diritto delle società, Bologna, 2003, 124; M. Libertini, Riflessioni generali sul tema del “Finanziamento dell'impresa societaria”, in G. Gian (a cura di), Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario, Padova, 2004, 249 ss.; M. Sagliocca, Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo della società per azioni, in Rivista delle Società, 2013, 334 ss.

quello di voto in primis>>.²¹⁹ Questa seconda conclusione si imporrebbe, secondo taluni²²⁰, giacché ipotizzare che il voto eventualmente spettante agli strumentisti debba necessariamente esercitarsi in sede di assemblea speciale si risolverebbe, in sostanza, nel riconoscimento di un diritto di veto in favore di questi ultimi rispetto alle decisioni prese dall'assemblea generale degli azionisti in merito alle questioni rientranti nell'ambito degli <<argomenti specificamente indicati dallo statuto>> ex art. 2351 ultimo comma c.c. Non si può, peraltro, trascurare come, di fatto, tale soluzione vada a riconoscere ai titolari di SFP un potere di partecipazione ancor più incisivo rispetto a quello derivante dalla “mera” partecipazione all'assemblea ordinaria.

Per completezza, deve altresì darsi conto di una “terza via”, consistente nel ritenere il voto attribuito agli SFP esercitabile in un'assemblea di categoria diversa ed ulteriore rispetto a quella di cui all'art. 2376 c.c.²²¹. In questa prospettiva, lo statuto dovrebbe necessariamente prevedere i quorum, costitutivi e deliberativi, per l'assunzione delle delibere e le modalità di coordinamento delle decisioni assunte dagli strumentisti con quelle dell'assemblea dei soci. Nel fare ciò, lo statuto ben potrebbe discostarsi dalle regole applicabili all'assemblea speciale di cui all'art 2376 c.c., la quale, vale la pena ricordarlo, delibera secondo le maggioranze previste per l'assemblea in sede straordinaria e le cui decisioni favorevoli costituiscono condizione di efficacia delle delibere dell'assemblea generale che pregiudicano i diritti della categoria.

L'analisi dei risultati del campione esaminato sembra confermare l'incertezza che contraddistingue la questione. Invero, soltanto in due delle ipotesi considerate²²² è stato attribuito agli SFP un diritto di voto esercitabile nell'assemblea dei soci. In entrambi i casi, peraltro, il diritto viene attribuito limitatamente alla nomina dell'amministratore riservata ai titolari. Negli altri casi, invece, il voto, laddove attribuito, risulta esercitabile

²¹⁹ V. M. Libertini, Riflessioni generali sul tema del “Finanziamento dell'impresa societaria”, in G. Gian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 249 ss.; M. Sagliocca, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo della società per azioni*, in *Rivista delle Società*, 2013, 334 ss.

²²⁰ Cfr. M. De Acutis, *Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli “altri strumenti finanziari partecipativi”*, in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004, 249, 257 ss.

²²¹ Cfr. A. Stagno d'Alcontres, *Commento all'art. 2351*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 313.

²²² Si tratta, in particolare, delle emissioni da parte di Intek Group S.p.A e Sesto Immobiliare S.p.A.

nell'assemblea speciale di categoria di cui all'art.2376 c.c., configurandosi dunque alla stregua di un diritto di veto, come poc'anzi anticipato. In tali ipotesi, peraltro, si registra un utilizzo per così dire "improprio" della facoltà concessa dall'art.2351 c.c. In molte ipotesi, infatti, vi è stata un'estensione delle materie per le quali è necessaria l'approvazione dell'assemblea speciale degli strumentisti, trattate dallo statuto alla stregua di <<argomenti specificamente indicati>>. La sensazione è che in tal maniera le società emittenti abbiano inteso escludere il più possibile l'incertezza circa la necessità dell'approvazione da parte dell'assemblea speciale in merito alle delibere assunte dall'assemblea degli azionisti. Così, ad esempio, lo statuto della Business Integration Partners S.p.A. e della Seves Holding S.p.A. richiedono l'approvazione dell'assemblea degli strumentisti per tutte le modifiche del regolamento di emissione degli SFP, indipendentemente dal carattere pregiudizievole. In varie ipotesi l'approvazione è richiesta per quelle delibere che vanno a "diluire" i diritti attribuiti agli SFP, così ad esempio per le delibere di aumento di capitale o di emissione di obbligazioni convertibili. Di particolare interesse, poi, è la previsione contenuta nello statuto di Sesto Immobiliare S.p.A., il quale prevede la necessità dell'approvazione da parte dell'assemblea speciale degli azionisti per la decisione di non distribuire utili. In sostanza, dal campione esaminato non si rileva alcun caso in cui gli strumentisti possono concorrere con gli azionisti al governo della società. Di converso, risulta piuttosto frequente la previsione di un meccanismo di coordinamento tra assemblea dei soci e assemblea speciale degli strumentisti, la quale può di fatto esprimere un veto, talvolta preventivo, altre successivo, rispetto alle decisioni assunte dalla prima su determinati argomenti espressamente indicati.

Se la valenza innovativa della fattispecie in esame consiste nell'estensione ai titolari di SFP di (alcune) prerogative che in passato erano di esclusiva competenza dei soci, sembra corretto ritenere che il rapporto tra l'esclusione <<del voto nell'assemblea generale degli azionisti>> prescritta dall'art.2346 comma 6 e la possibilità di riconoscere agli strumentisti il diritto di voto su argomenti specificamente indicati dallo statuto>> di cui all'art 2351 comma 5 vada ricostruito nel senso dell'impossibilità di assegnare il diritto in esame limitatamente alla generalità delle competenze dell'assemblea generale e non anche come impossibilità di attribuire *tout court* un siffatto diritto in senso proprio agli SFP. In altre parole, la previsione di cui all'art.2351 sembra legittimare una qualche forma di ingerenza degli strumentisti nelle decisioni concernenti la gestione societaria.

Del resto, come anticipato in precedenza, tale situazione si verificherebbe anche ritenendo il voto eventualmente attribuito agli strumentisti esercitabile esclusivamente in sede di assemblea speciale ex art. 2376. Tale soluzione, oltre a sembrare una forzatura del dato normativo, produrrebbe l'effetto paradossale di rendere l'ingerenza di cui sopra persino maggiore, giacché il voto si sostanzierebbe, di fatto, in un diritto di veto su talune decisioni assunte dall'assemblea dei soci, come tale in grado di bloccarne l'efficacia.

Deve quindi ritenersi che agli SFP possa essere attribuito un vero e proprio diritto di voto, seppur riguardante << gli argomenti specificamente indicati dallo statuto >>. Da tale affermazione deriva anzitutto l'invalidità di clausole che attribuiscono agli SFP il diritto di voto sulla generalità delle competenze dell'assemblea, sia in sede ordinaria che straordinaria. Come anticipato *supra*, si deve inoltre escludere la possibilità di includere tra <<gli argomenti specificamente indicati>> l'approvazione del bilancio e, con i limiti di cui si dirà nel paragrafo successivo, la nomina e la revoca delle cariche sociali. L'attribuzione di un siffatto diritto, infatti, confliggerebbe con il divieto, ex art. 2369 comma 4 c.c., di innalzare i quorum assembleari legislativamente previsti. Deve dunque ritenersi che il diritto di voto possa essere attribuito anche per una pluralità di argomenti, purché in tal maniera non vengano di fatto eluse le limitazioni di cui sopra²²³. A sostegno della ricostruzione prospettata assume particolare rilevanza l'art. 1 comma 381 della legge 31 dicembre 2005 n. 266, il quale prevede la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi dotati <<del diritto di voto nell'assemblea ordinaria e straordinaria>> sia pure limitatamente alle società partecipate in misura rilevante dallo Stato. Non sembra condurre a conclusioni opposte, invece, l'art 26 comma 7 del cd. Decreto Sviluppo bis²²⁴ che, estendendo la possibilità di emettere SFP anche alle s.r.l. qualificabili alla stregua di <<start-up innovative>> o <<incubatori certificati>>, prevede che tali strumenti possano essere <<forniti di diritti patrimoniali o anche amministrativi escluso il voto nelle decisioni dei soci ex art. 2479 e 2479-bis c.c.>>. Tale previsione ricalca, a ben vedere, quella contenuta nell'art 2346 comma 6 in tema di società azionarie e non lascia dubbi in merito all'esclusione. Conclusione opposta sembra invece

²²³ In questo senso F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 58.

²²⁴ D.L. 18 ottobre 2012 n 179.

giustificarsi per le S.p.A. vista la previsione di cui all'art.2351 sopra riportato, che va a completare il quadro corroborando la "lettura" fornita in precedenza.

Per altro verso, dal sistema sembra ricavabile un principio di necessaria prevalenza, in termini numerici, dei voti spettanti ai soci rispetto a quelli eventualmente attribuiti agli strumentisti. Tale limite è, secondo taluni²²⁵, desumibile implicitamente dal sistema normativo. Secondo altri, invece, esso discenderebbe dall'applicazione analogica dell'art. 2351 comma 2 c.c. che fissa nella metà del capitale sociale il valore complessivo delle azioni a voto limitato²²⁶, ovvero dell'art. 2526 c.c., che invece esclude che i possessori di strumenti finanziari emessi da società cooperative possano esprimere <<più di un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti o rappresentati in ciascuna assemblea generale>>²²⁷. Trascurando la copertura giuridica del principio, si pone il problema di definire i confini di operatività tra il meccanismo dell'assemblea speciale di categoria e <<gli argomenti specificamente indicati dallo statuto>> onde evitare elusioni. Invero, in presenza di una clausola statutaria che estendesse il meccanismo dell'art. 2376 c.c. ad una delibera non pregiudizievole per i diritti della categoria "mascherando" la scelta sotto il velo dell'<<argomento specificamente individuato>>, il principio sarebbe di fatto aggirato. Appare dunque indispensabile che lo statuto preveda la sede di esercizio del diritto di voto eventualmente attribuito agli SFP. L'autonomia statutaria sembra libera di scegliere tra l'assemblea dei soci o una diversa assemblea purché quest'ultima non operi con regole analoghe a quelle previste dall'art 2376 c.c. quanto all'efficacia delle delibere. Lo statuto dovrà altresì disciplinare i criteri di attribuzione del voto, i quorum costitutivi e deliberativi e i relativi metodi di computo²²⁸. In mancanza di tali previsioni sembra corretto ritenere la clausola invalida per indeterminatezza o, comunque, inefficace²²⁹.

²²⁵ Cfr. M. Cian, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, in Quaderni di banca, borsa e titoli di credito, n. 26, Milano, 2006, 74.

²²⁶ In questo senso M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 95.

²²⁷ Cfr. M. Libertini - A. Mirone - P.M. Sanfilippo, Commento sub art. 2346, Commentario romano al nuovo diritto delle società, a cura di F. d'Alessandro, Padova, 2010, 229.

²²⁸ In questo senso Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima H.J. SPA- Strumenti Finanziari, settembre 2004; F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 59.

²²⁹ Non sembra condivisibile l'opinione espressa da M. Libertini - A. Mirone - P.M. Sanfilippo, Commento sub art. 2346, Commentario romano al nuovo diritto delle società, a cura di F. d'Alessandro, Padova, 2010, 230, ad avviso dei quali in siffatta ipotesi il voto dovrebbe considerarsi esercitabile in sede di assemblea speciale ex art 2376 c.c.

3.4.2 La nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo.

La seconda parte dell'art 2351 comma 5 c.c., come anticipato, prevede la possibilità che lo statuto riservi agli strumenti finanziari partecipativi <<la nomina di un componente indipendente del consiglio di amministrazione o del consiglio di sorveglianza o di un sindaco>>. Tale previsione costituisce, secondo taluni²³⁰, una mera esemplificazione degli <<argomenti specificamente indicati dallo statuto>> sui quali il diritto di voto attribuibile a tali strumenti può vertere. Secondo altri²³¹, invece, si tratterebbe di una fattispecie diversa ed ulteriore rispetto a quella propriamente concernente il diritto di voto, che <<eccezionalmente sottrae alla competenza dell'assemblea dei soci la nomina di un componente degli organi di governo o di controllo della società>>. La questione non è affatto priva di risvolti pratici giacché, aderendo alla ricostruzione da ultimo riportata, il limite dell'unità deve considerarsi inderogabile. Benché sul piano sistematico la disposizione sembrerebbe qualificabile come eccezionale, appare più corretto aderire alla prima ricostruzione riportata. In tal senso sembrerebbe infatti deporre la lettera della legge, la quale utilizza l'espressione <<in particolare>>. Del resto, la disposizione sembra in realtà sottendere un principio generale del diritto societario, quello secondo cui gli amministratori e i componenti degli altri organi sociali debbano essere espressione della volontà della maggioranza dei soci. Sembra dunque ragionevole ritenere che laddove, in ipotesi, l'organo amministrativo sia composto da cinque membri, agli strumentisti possa essere riservata la nomina di due componenti.

Ciò chiarito, è ora opportuno analizzare le ulteriori questioni poste dal diritto di nomina in esame. Dal dettato legislativo è agevole desumere come lo statuto debba determinare le “modalità”, in senso lato, di esercizio del diritto. Lo statuto dovrà anzitutto specificare la sede di esercizio del diritto, fermo restando che il diritto medesimo potrà essere riconosciuto agli SFP anche quando essi non danno luogo ad una votazione assembleare, in quanto si tratta di strumenti privi del requisito della serialità, non

²³⁰ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari.

²³¹Cfr. F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004.

costituendo dunque una categoria, o, dall'altro lato, in quanto sia previsto il consenso unanime di tutti gli strumentisti ai fini della nomina.

Per altro verso, sul piano procedimentale, si deve considerare ammissibile sia una previsione statutaria che renda immediatamente efficace la nomina disposta dagli strumentisti, sia, all'opposto, un procedimento di nomina appositamente disciplinato dallo statuto, in base al quale la selezione da parte degli strumentisti richieda pur sempre una delibera degli azionisti. Quest'ultima avrebbe la funzione di rendere efficace la prima, limitandosi a prenderne atto. L'assemblea dei soci potrà procedere alla nomina dei restanti componenti dell'organo contestualmente o con altra successiva delibera²³².

Quanto al requisito dell'indipendenza del componente nominato dagli strumentisti, sembra doversi concordare con la dottrina maggioritaria che ritiene si tratti di un riferimento meramente descrittivo²³³. Il requisito rappresenterebbe una <<conseguenza naturale della nomina da parte di un gruppo di soggetti portatori di interessi divergenti da quelli propri dei soci>>. In altre parole, è da ritenersi che il requisito sia soddisfatto per il fatto stesso della nomina "indipendente" rispetto a quella degli altri amministratori ad opera della maggioranza assembleare. Non è comunque da escludere che la nozione possa assumere diverso significato nel caso di emissione da parte di società quotate. In tal caso, infatti, l'indipendenza viene specificamente disciplinata ad opera degli art. 147-ter comma 4 e 148 comma 3 del TUF. Del resto, nell'ambito dell'emissione deliberata dall'unica società quotata facente parte del campione esaminato, la Intek Group S.p.A., lo statuto richiede espressamente il rispetto dei requisiti di cui all'art. 148 sopra citato ai fini della nomina del componente del consiglio di amministrazione riservata agli strumentisti.

Prima di focalizzare l'attenzione sugli altri dati ricavabili dal campione esaminato, è opportuno analizzare l'ultima proposizione contenuta nell'art. 2351 comma 5 c.c., ad avviso della quale ai componenti degli organi di governo o di controllo della società

²³² Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari.

²³³ In tal senso, ex multis, U. Tombari, Strumenti finanziari "partecipativi" (art.2346, ultimo comma, c.c.), e diritti amministrativi nella società per azioni, in Rivista del diritto Commerciale, 2006; M. Cian, Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice, in Quaderni di banca, borsa e titoli di credito, n. 26, Milano, 2006; M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari.

nominati dagli strumentisti <<si applicano le medesime norme previste per gli altri componenti dell'organo cui partecipano >>. A fronte di tale affermazione, sembra doversi ritenere che, in assenza di diversa disposizione statutaria, il consigliere o il sindaco siano soggetti alla stessa disciplina applicabile agli altri componenti dell'organo al quale egli appartiene. Di conseguenza, nel silenzio dello statuto, deve ritenersi che la revoca possa essere disposta solo dall'assemblea dei soci secondo la disciplina specificamente dettata per l'organo che viene in rilievo²³⁴. Resta inteso, peraltro, che a seguito della revoca, la nomina del “nuovo” membro spetti comunque agli strumentisti secondo la disciplina appositamente dettata dallo statuto. Diversamente, infatti, la riserva in favore degli strumentisti potrebbe essere facilmente aggirata dalla maggioranza. Per altro verso, il dato normativo sembra attribuire all'autonomia statutaria la libertà di derogare a tale disciplina prevedendo, ad esempio, che il potere di revoca spetti esclusivamente agli strumentisti, limitando la competenza assembleare in tal senso alla sola ipotesi di sussistenza di una giusta causa o, ancora, subordinando l'efficacia della delibera di revoca da parte dell'assemblea generale degli azionisti all'autorizzazione degli strumentisti titolari del diritto di nomina.

Dalla prassi applicativa, rappresentata dal campione esaminato, emerge il riconoscimento del diritto in esame in quasi il 40% dei casi, vale a dire in 9 casi su 24. L'analisi ha condotto a risultati degni di nota. Nell'emissione deliberata da Mednav S.p.A., per esempio, a ciascuna delle due categorie di SFP emessa è stata riservata la facoltà di nominare un componente del consiglio di amministrazione. Gli SFP emessi da Sesto Immobiliare S.p.A., invece, attribuiscono ai relativi titolari il diritto di nominare un

²³⁴ In questo senso cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari; A. Stagno d'Alcontres, Commento all'art. 2351, in Società di capitali. Commentario, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004. *Contra* v. U. Tombari, Strumenti finanziari “partecipativi” (art.2346, ultimo comma, c.c.), e diritti amministrativi nella società per azioni, in Rivista del diritto Commerciale, 2006, ad avviso del quale la revoca spetterebbe agli strumentisti secondo la stessa disciplina applicabile ai fini della nomina. Un'ulteriore soluzione viene prospettata da A. Lolli, Gli strumenti finanziari, sub artt. 2346-2354 c.c., in Il nuovo diritto delle società, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, ad avviso del quale la competenza per la revoca spetterebbe in via esclusiva all'assemblea generale degli azionisti, ma la l'efficacia della delibera di revoca sarebbe subordinata all'autorizzazione degli strumentisti. Tali soluzioni, a ben vedere, pur essendo evidentemente finalizzate a contemperare gli interessi in gioco, sembrano contrastare con il dettato normativo sopra riportato.

amministratore e al contempo di esprimere il loro “gradimento” per la nomina del Presidente del collegio sindacale.

Per quanto riguarda la sede di esercizio del diritto in esame, invece, gli statuti individuano nella stragrande maggioranza l’assemblea speciale ex art. 2376 c.c. quale luogo a tal fine deputato. Solo lo statuto di Sesto Immobiliare S.p.A. e quello di Intek Group S.p.A. individuano l’assemblea generale dei soci quale *sedes* di esercizio della prerogativa.

Occorre, infine, segnalare un ulteriore aspetto. In particolare, sono stati rilevati alcuni casi in cui lo statuto rende necessario, in talune materie espressamente previste²³⁵, il voto favorevole dell’amministratore nominato dagli strumentisti per l’efficace adozione delle determinazioni del consiglio di amministrazione. Si tratta, ad esempio, degli statuti della Mednav S.p.A. e della Carlo Tassara S.p.A. In tali ipotesi, peraltro, viene di fatto eluso il principio riportato in apertura del presente paragrafo, venendo riconosciuto all’amministratore nominato dagli strumentisti una rilevanza decisionale che apparentemente stride con i capisaldi del diritto societario.

Diversamente, lo statuto della Sesto Immobiliare S.p.A. oltre a riconoscere lo stesso potere di veto in capo all’amministratore designato dagli strumentisti, stabilisce la possibilità di superare il dissenso dallo stesso eventualmente manifestato tramite la successiva ratifica della decisione della maggioranza da parte dell’assemblea dei soci e di quella speciale degli strumentisti.

3.4.3 Altri diritti amministrativi (cenni)

A questo punto, è opportuno soffermarsi sugli altri diritti amministrativi attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi, i cd. diritti amministrativi minori.

In linea generale, il dato legislativo sembra consentire all’autonomia statutaria di articolare il contenuto degli strumenti finanziari partecipativi sul piano amministrativo

²³⁵ Si tratta, ad esempio, dell’approvazione del budget annuale e del piano industriale della società.

sia in funzione del controllo e della tutela dell'investimento che in funzione di una qualche forma di "governo" dell'ente. *Prima facie*, l'(ampia) formulazione dell'art.2346 comma 6 sembra deporre nel senso della possibilità di attribuire liberamente uno o più diritti amministrativi propri della partecipazione sociale agli SFP, diversamente da quanto accade per il voto, per il quale trovano, invece, applicazione i limiti analizzati nei paragrafi precedenti. Alla medesima conclusione sembra condurre anche la Relazione intergovernativa al D.lgs. 17 gennaio 2003 n.3, ove viene espressamente affermato che gli strumenti finanziari partecipativi <<possono conferire tutti i diritti partecipativi escluso il diritto di voto nell'assemblea generale degli azionisti>>. Tale ricostruzione, tuttavia, non tiene conto della disciplina concretamente dettata per i diritti amministrativi cd. minori, la quale sovente pone la partecipazione a determinate percentuali del capitale sociale come *condicio sine qua non* della spettanza di un determinato diritto. In alcuni casi, poi, si pone l'ulteriore problematica di stabilire se un diritto amministrativo cd. minore possa essere riconosciuto agli SFP anche in mancanza del diritto di voto. Alla luce di tali considerazioni appare, dunque, più corretto ritenere che l'autonomia statutaria possa sì dotare gli strumenti finanziari in esame di diritti amministrativi tipici della partecipazione sociale, ma la parificazione, qualitativa e quantitativa, non possa comunque essere totale²³⁶.

La dottrina esistente in materia si è concentrata, anzitutto, sull'ammissibilità di un diritto di intervento in assemblea in favore degli strumentisti, ancorché privi del diritto di voto o, comunque, nelle assemblee in cui siano all'ordine del giorno argomenti che esulano dal novero di quelli oggetto di siffatto diritto. Il diritto di intervento in esame, peraltro, porta con sé, quale prerogativa strumentale alla sua effettività, il diritto di essere informato sugli argomenti all'ordine del giorno e di discuterli. L'ammissibilità di un siffatto diritto dipenderà, di fatto, dall'interpretazione che si fornisce all'art. 2370 comma 1 c.c. che, a seguito della riforma, stabilisce che <<possono intervenire all'assemblea gli azionisti cui spetta il diritto di voto>>. La disposizione sottende una finalità di snellimento del procedimento assembleare, che ben potrebbe essere soddisfatta predisponendo apposite regole procedurali ex art 2364 comma 1 n. 6 o, tramite un corretto esercizio dei poteri ordinatori riconosciuti al presidente dell'assemblea. Benché il

²³⁶Cfr. M. Sagliocca, Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo della società per azioni, in *Rivista delle Società*, 2013.

carattere imperativo della disposizione di cui all'art 2370 sopra citata risulti incerto, sembra condivisibile l'opinione espressa da un autorevole autore²³⁷ e ripresa da altrettanto autorevole dottrina²³⁸ secondo cui <<non sembra che con tale disposizione il legislatore abbia inteso tutelare interessi indisponibili>>. Di conseguenza, nulla dovrebbe impedire allo statuto di dotare gli SFP del diritto di intervento di cui si dibatte, anche nel caso in cui essi siano privi del diritto di voto, come sovente accade. Resta inteso, peraltro, che tale diritto, come del resto ogni altro, potrà spettare agli strumentisti solo se espressamente attribuitogli dallo statuto.

Per altro verso, la dottrina si è altresì interrogata circa la possibilità di attribuire agli SFP il diritto di impugnare le delibere assembleari annullabili ai sensi dell'art. 2377 c.c., anche se privi del corrispondente diritto di voto. La disposizione citata subordina l'esercizio del diritto ad una duplice condizione. Si tratta anzitutto della spettanza, in capo agli azionisti che intendano procedervi, del diritto di voto rispetto alla delibera in questione. In secondo luogo, è richiesto che dette azioni rappresentino una certa quota del capitale. La disposizione consente, tuttavia, di <<ridurre o escludere questo requisito>> tramite apposita previsione statutaria. Orbene, la soluzione della questione dipende essenzialmente dall'interpretazione che si intende fornire a tale ultimo assunto. Non è chiaro, infatti, se la <<possibilità di escludere il requisito>> si riferisce esclusivamente al possesso di una percentuale del capitale sociale o anche al possesso di azioni aventi diritto di voto rispetto alla deliberazione da impugnare. Aderendo alla prima interpretazione, la questione *de qua* dovrebbe verosimilmente essere risolta in senso negativo.²³⁹ Diversamente, se si aderisse alla seconda, l'attribuzione del diritto dovrebbe comunque essere "completata" prevendendo le percentuali richieste per l'esercizio del diritto rispetto al valore complessivo degli SFP emessi. Del resto, in tale ipotesi, sembra che lo

²³⁷ Cfr. F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004.

²³⁸ Cfr. M. Sagliocca, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo della società per azioni*, in *Rivista delle Società*, 2013; Associazione Disiano Preite, *Il nuovo diritto delle società*, Bologna, 2003.

²³⁹ Nel senso di negare l'attribuibilità del diritto in esame v. M. Cian, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, in *Quaderni di banca, borsa e titoli di credito*, n. 26, Milano, 2006. Diversamente, a favore dell'attribuibilità cfr. M. Notari e A. Giannelli, *Commento al co 6 dell'art. 2346*, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari; U. Tombari, *Strumenti finanziari "partecipativi"* (art.2346, ultimo comma, c.c.), e diritti amministrativi nella società per azioni, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2006; M. Sagliocca, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo della società per azioni*, in *Rivista delle Società*, 2013.

statuto potrebbe anche prevedere percentuali miste tra capitale e possesso di strumenti partecipativi in senso stretto. Per altro verso, deve escludersi che la spettanza del diritto di voto in capo agli strumentisti comporti *ipso iure* il diritto di impugnare le delibere aventi ad oggetto gli argomenti specifici cui il voto si riferisce. In ogni caso, gli strumentisti potranno agire per ottenere il risarcimento del danno loro cagionato dalla <<non conformità della delibera alla legge o allo statuto>>. Tale assunto, infatti, ancorché dettato espressamente solo con riferimento agli azionisti che non hanno potuto proporre l'impugnativa per insussistenza dei requisiti richiesti dalla legge, costituisce applicazione del principio della risarcibilità del danno ingiusto, ed è pertanto suscettibile di applicazione analogica.

Considerazioni parzialmente difformi possono svolgersi rispetto al diritto di impugnativa delle delibere del C.d.A., che ai sensi dell'art. 2388 comma 4 c.c. spetta anche ai soci se esse risultino <<lesive dei loro diritti>>. La legge dispone che in tal caso si applichi, per quel che qui rileva, l'art. 2377 c.c. in quanto compatibile. In assenza di apposita previsione statutaria, deve ritenersi che possa trovare applicazione soltanto la disposizione che subordina la spettanza del diritto al possesso di determinate quote di capitale. Di conseguenza, nulla sembra impedire che lo statuto possa attribuire tale diritto ai possessori di SFP.

Sulla scorta delle considerazioni svolte in apertura non può escludersi che lo statuto possa attribuire agli strumenti finanziari anche ulteriori diritti amministrativi, quali, ad esempio, il diritto di ispezionare i libri sociali, quello di prendere visione delle relazioni e dei pareri in caso di aumenti di capitale o ancora di prendere visione del progetto di fusione o di scissione.

Del resto, la formulazione dell'art. 2346 comma 6 consente di affermare che l'autonomia statutaria possa dotare gli strumenti finanziari partecipativi anche di diritti amministrativi diversi da quelli ordinariamente spettanti agli azionisti, sia in alternativa che in aggiunta a quelli per così dire tipici della partecipazione sociale²⁴⁰. Si possono

²⁴⁰Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari; M. Sagliocca, Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo della società per azioni, in Rivista delle Società, 2013.

menzionare, ad esempio, il diritto di intervento nelle riunioni del C.d.A. a scopo meramente informativo o il diritto di richiedere relazioni in materia di gestione all'organo amministrativo.

L'analisi del campione esaminato sembra confermare gli orientamenti sopra espressi. Nella maggioranza dei casi esaminati gli statuti attribuiscono agli SFP diritti amministrativi c.d. minori, prevalentemente di tipo informativo. Tra di essi, il più frequente è il diritto di prendere visione dei documenti resi disponibili ai soci. Talvolta, il diritto poc'anzi ricordato viene riconosciuto soltanto prima delle assemblee e limitatamente alle materie di competenza dell'assemblea speciale²⁴¹. In altri casi, invece, lo statuto riconosce agli strumentisti diritti di informazione <<identici a quelli spettanti ai soci>>²⁴². Particolarmente rilevante è il caso della Seves Holding S.p.A. In tal caso, infatti, lo statuto prevede che le relazioni da fornirsi ai soci ai sensi della legge o dello statuto debbano essere trasmesse anche al Rappresentante Comune degli strumentisti, il quale riceve altresì le convocazioni delle assemblee. Per altro verso, in quattro casi, lo statuto ha attribuito agli strumentisti il diritto di impugnare le delibere assembleare annullabili nonché quelle del C.d.A. lesive dei diritti della categoria²⁴³. Da segnalare, infine, come in un caso lo statuto abbia attribuito al Rappresentante Comune degli strumentisti il diritto di partecipare come osservatore alle riunioni del C.d.A.²⁴⁴

3.5 Diritti misti (recesso e opzione)

Conclusa la disamina dei diritti amministrativi attribuibili agli SFP, è ora opportuno focalizzarsi sul diritto di recesso e quello di opzione, comunemente qualificati alla stregua di diritti c.d. misti amministrativo-patrimoniali. L'analisi verrà condotta seguendo la medesima impostazione sin ora adottata. All'analisi per così dire teorica seguirà, dunque, il riscontro emerso dalla prassi applicativa.

Quanto al diritto di recesso, inteso quale diritto di sciogliere anticipatamente il rapporto partecipativo che lega uno o più strumentisti all'emittente facendo venir meno i

²⁴¹ Si tratta delle emissioni deliberate da Panini S.p.A. e da Carlo Tassara S.p.A.

²⁴² Così per gli SFP emessi da Dicembre 2007 S.p.A. e da Sesto Immobiliare S.p.A.

²⁴³ Si tratta della Maccorp Italiana S.p.A.; Sesto Immobiliare S.p.A.; Accadiesse S.p.A. e della Conbipel S.p.A.

²⁴⁴ Così per gli SFP emessi da Accadiesse S.p.A.

relativi diritti ed obblighi, nulla sembra impedire all'autonomia statutaria di attribuire il diritto in esame agli SFP emessi, o, in ipotesi, a quelli riconducibili ad una delle categorie emesse. Sembrano, peraltro, condivisibili i rilievi formulati dalla dottrina²⁴⁵ secondo cui il diritto in parola non si configurerebbe alla stregua del diritto riconosciuto in favore degli azionisti dall'art. 2437 c.c. Del resto, la disciplina del recesso degli azionisti prevede una serie di cautele finalizzate a garantire l'integrità del capitale sociale, estranee, per definizione, alla sfera degli SFP. Tale alterità comporta l'insussistenza dell'obbligo di riconoscere il diritto di recesso agli strumentisti nei casi in cui il diritto sia inderogabilmente attribuito ai soci dalla legge. Dall'altro lato, l'autonomia statutaria non sembra incontrare gli stessi limiti ravvisabili per la disciplina del recesso degli azionisti, ad esempio in materia di criteri di valutazione e liquidazione e di procedimento da seguire.²⁴⁶ Ciò non toglie che lo statuto, nel disciplinare il recesso degli strumentisti, possa mutuare la disciplina dettata dagli art. 2437 e seguenti, nei limiti della compatibilità.

Per altro verso, non può dubitarsi che l'attribuzione del diritto in esame presupponga la determinazione delle cause, dei termini e delle relative modalità di esercizio. Nel fare ciò, l'autonomia statutaria ben potrà elaborare regole particolari per la specifica fattispecie. Lo statuto, per esempio, ben potrebbe annoverare tra le cause di recesso l'assunzione, da parte degli amministratori dell'emittente, di decisioni contrastanti con la linea concordata con gli strumentisti al momento della sottoscrizione. Alla luce delle considerazioni sinora svolte, nulla sembra impedire la possibilità di riconoscere agli strumentisti la possibilità di recedere *ad nutum*²⁴⁷. Allo stesso modo, deve considerarsi legittima anche la clausola che subordina l'esercizio del diritto alla

²⁴⁵ Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari; M. Sagliocca, Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo della società per azioni, in Rivista delle Società, 2013.

²⁴⁶ In tal senso M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari; M. Sagliocca, Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo della società per azioni, in Rivista delle Società, 2013.

²⁴⁷ In questo senso M. Sagliocca, Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo della società per azioni, in Rivista delle Società, 2013, 345; M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 107 nota 157. Conferme in questo senso si rinvencono inoltre dal campione esaminato. Un diritto di recesso così configurato, ad esempio, viene riconosciuto dagli statuti di diverse società, quali Tasnch Holding S.p.A., Accadiesse S.p.A., Carlo Tassara S.p.A.

sussistenza di condizioni finanziarie tali da rendere la liquidazione sostenibile per la società²⁴⁸.

Dalla prassi applicativa emerge che il diritto in esame viene sovente impiegato come meccanismo finalizzato a realizzare obiettivi diversi in ragione delle pattuizioni intercorse tra le parti in ciascuna emissione. In taluni casi, per esempio, il diritto sembra attribuito quale forma di tutela ulteriore rispetto al meccanismo dell'assemblea speciale ex art. 2376 c.c. Lo statuto della Castello Sgr S.p.A., per esempio, attribuisce agli strumentisti il diritto di recedere se, in sede di assemblea speciale abbiano espresso voto contrario rispetto a delibere dell'assemblea straordinaria approvate dall'assemblea speciale a maggioranza. Analoga previsione si rinviene inoltre nello statuto della Redecam Group S.p.A. In altre ipotesi, invece, il diritto viene configurato alla stregua di una forma di disinvestimento legata a particolari situazioni. Così, ad esempio, lo statuto della Castello Sgr S.p.A. attribuisce agli strumentisti il diritto di recedere in caso di modifica del "gruppo di controllo".

Considerazioni diverse devono essere effettuate con riferimento al diritto di opzione, per tale propriamente intendendosi il diritto di sottoscrivere nuove azioni in caso di successivi aumenti di capitale a pagamento.

Se non vi sono dubbi che tale diritto non spetti *ex lege* agli SFP, sembra altresì corretto ritenere che esso non possa essergli attribuito neppure tramite apposita previsione statutaria. Tale situazione, infatti, determinerebbe una compressione del diritto riconosciuto ai soci dall'art. 2441 comma 1 c.c., andando, inoltre, a violare le regole imperative dettate dalla seconda direttiva comunitaria in materia societaria²⁴⁹. Una previsione statutaria attributiva del diritto in esame, infatti, appare chiaramente in contrasto con l'art. 29 comma 4 della direttiva 77/91/CEE del 13 dicembre 1976 in base al quale «< il diritto di opzione non può essere escluso o limitato dallo statuto o dall'atto costitutivo. L'esclusione o la limitazione possono tuttavia essere decise dall'assemblea».

²⁴⁸ Tale condizione, per esempio, viene richiesta dallo statuto della Mednav S.p.A.

²⁴⁹ Cfr. M. Sagliocca, Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo della società per azioni, in *Rivista delle Società*, 2013, 345-346; F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 64; M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 108. *Contra*, nel senso dell'attribuibilità di tale diritto P. Grosso, *Categorie di azioni ed assemblee speciali. Il diritto italiano nel contesto comunitario*, Milano, 1999, 1312.

Per altro verso, sulla scorta di tale disposizione sembra corretto ritenere che la delibera assembleare di aumento di capitale possa escludere, in tutto o in parte, il diritto di opzione spettante ai soci e attribuirlo agli strumentisti. Il dato legislativo sembra, inoltre, legittimare un'ulteriore ipotesi. La disposizione di cui sopra, invero, sembra compatibile con l'attribuzione statutaria di un'opzione di secondo grado agli strumentisti, esercitabile esclusivamente laddove i soci non si avvalgano del diritto loro spettante²⁵⁰. In tal modo, infatti, il diritto degli azionisti rimarrebbe inalterato, il che, in ultima analisi, costituisce la *ratio* della disciplina di cui sopra. In ogni caso, peraltro, nulla osta al riconoscimento in favore degli strumentisti di un diritto di opzione per la sottoscrizione di altri SFP della medesima o di altre categorie²⁵¹.

Conclusioni opposte sembrano, invece, imporsi in caso di emissione di SFP convertibili in azioni. In tal caso, infatti, sembra applicabile per analogia l'art. 2441 comma 1 c.c. nella parte in cui estende il diritto di opzione ai titolari di obbligazioni convertibili, <<sulla base del rapporto di cambio ed in concorso con i soci>>. Sulla scorta di tali considerazioni pare corretto che, nell'ipotesi in esame, il diritto di opzione spetti *ipso iure* anche ai titolari di SFP convertibili stante l'*eadam ratio*²⁵². Nulla sembra impedire, peraltro, che lo statuto escluda espressamente la spettanza del diritto in capo ai soggetti anzidetti.

Le considerazioni sopra svolte evidenziano l'esposizione degli strumentisti al rischio di una diluizione dei propri diritti patrimoniali e/o amministrativi diversi da quelli di "controllo". Tale situazione potrà essere superata invocando, in ipotesi, il diritto di recesso laddove statutariamente attribuito. In assenza di siffatta previsione, trattandosi di una modifica indiretta della loro posizione, non potranno neppure invocare il meccanismo dell'assemblea speciale di cui all'art. 2376 c.c. per bloccare l'efficacia di una delibera di aumento di capitale, anche qui salva diversa previsione dello statuto. Qualora nessuna delle due fattispecie sia concretamente prevista dallo statuto, due sembrano essere le soluzioni astrattamente prospettabili. In entrambi i casi, comunque, sarà necessaria la

²⁵⁰Cfr. F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 64.

²⁵¹ Cfr. F. Magliulo, Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a., Milano, 2004, 64

²⁵² In tal senso M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 108.

“cooperazione” dei soci. La situazione sopra descritta, infatti, potrebbe essere superata, anzitutto, tramite una pattuizione parasociale in forza della quale le parti convengano che laddove venga deliberato un aumento di capitale si escluda, in tutto o in parte, il diritto di opzione in favore dei soci e venga attribuito agli strumentisti. Un’ulteriore soluzione potrebbe consistere nell’attribuzione statutaria di un sostanziale diritto di veto agli strumentisti rispetto alle delibere di aumento di capitale includendo queste ultime tra le competenze della relativa assemblea speciale.

Dalla prassi applicativa emergono dati interessanti. Gli statuti di sesto Immobiliare S.p.A., Lediberg S.p.A. e di Euromilano S.p.A., per esempio, hanno esteso la competenza dell’assemblea speciale degli strumentisti sino a ricomprendere non soltanto le delibere di aumento di capitale ma anche quelle di emissione di obbligazioni convertibili. Lo statuto di Ferretti Holding S.p.A., prevede un meccanismo misto tra le due ipotesi sopra avanzate. Si prevede, in particolare, che il sostanziale diritto di veto spettante agli strumentisti non operi laddove a questi ultimi sia data la possibilità di effettuare nuovi apporti per incrementare il valore dei loro strumenti, contestualmente all’esecuzione delle delibere di aumento di capitale o di emissione di obbligazioni convertibili.

3.6 La convertibilità in azioni

L’ampia discrezionalità riconosciuta all’autonomia statutaria in materia di strumenti finanziari partecipativi include anche la possibilità di prevedere <<il diritto di conversione in altri strumenti finanziari o in partecipazioni azionarie>>, tra i diritti ad essi attribuibili. Tale possibilità, ancorché non espressamente contemplata dal Codice civile, trova espresso riferimento nel §3.4 della Relazione ministeriale al d.lgs. n. 6/2003. La conversione in azioni, peraltro, pone una serie di problematiche di cui occorre occuparsi.

Si pone anzitutto il problema di conciliare il diritto di conversione riconosciuto agli azionisti con il diritto di opzione spettante ai soci ai sensi dell’art 2441 del Codice civile. Di conseguenza gli SFP convertibili in azioni dovranno essere offerti in opzione ai soci ed eventualmente anche ai titolari di obbligazioni convertibili ai sensi del primo comma della disposizione sopra indicata, salvo che ricorra una delle cause di esclusione o non spettanza del diritto in esame. In tal caso dovrà trovare applicazione la disciplina da esse

conseguenti, salvo consenso unanime degli aventi diritto²⁵³. Del resto, la ratio sottesa alla disciplina del diritto di opzione è, evidentemente, quella di tutelare l'interesse dei soci a mantenere la misura e il valore della propria partecipazione non soltanto in caso di emissione di nuove azioni ma anche laddove vengano emessi altri strumenti finanziari, quali le obbligazioni convertibili, suscettibili di diventare azioni in un secondo momento. Tale interesse sembra pienamente sussistere anche nel caso in esame. Dovendosi escludere la natura eccezionale della disciplina del diritto di opzione, essa ben potrà (e dovrà) essere applicata in via analogica nell'ipotesi in esame, priva di espressa disciplina legale.

La fattispecie in esame, in secondo luogo, pone esigenze di tutela della disciplina in materia di beni conferibili nelle società azionarie. Del resto, attraverso la conversione si ottiene, sostanzialmente, l'emissione di nuove azioni a fronte dell'apporto effettuato dagli strumentisti al momento della sottoscrizione. Tale circostanza sembra, anzitutto, imporre che l'apporto a fronte del quale avviene l'emissione di SFP abbia ad oggetto beni conferibili ex art. 2342 c.c. Laddove l'apporto abbia ad oggetto beni diversi dal denaro, esso dovrà formare oggetto di valutazione ai sensi degli artt. 2343 e ss., al fine di verificare che il suo valore al momento dell'emissione degli SFP sia almeno pari all'ammontare dell'aumento di capitale a servizio della conversione²⁵⁴.

Quanto ai tempi e alle modalità di attuazione della relativa operazione, sembra doversi ritenere applicabile per analogia l'art. 2420-bis c.c., in quanto compatibile²⁵⁵. Di

²⁵³ Cfr. F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 70-71; Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 166, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni*, 7 novembre 2017.

²⁵⁴ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 166, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni*, 7 novembre 2017; M. Notari e A. Giannelli, *Commento al co 6 dell'art. 2346*, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 108 nota 160; M. Libertini - A. Mirone - P.M. Sanfilippo, *Commento sub art. 2346*, *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di F. d'Alessandro, Padova, 2010, 232. Opinione differente viene, invece, espressa da F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 70, il quale ritiene il diritto di conversione ammissibile anche in caso di apporto di opera o servizi. In questo caso, ad avviso dell'autore, sarebbe indispensabile che l'apporto venisse patrimonializzato con <<attribuzione del diritto alla restituzione di valore pari alla prestazione apportata>>. Si richiederebbe, inoltre, l'effettiva esecuzione della prestazione anteriormente all'esercizio del diritto di conversione. Infine, sarebbe indispensabile che la relativa riserva non sia stata erosa da perdite.

²⁵⁵ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 166, *Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni*, 7 novembre 2017; F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004, 70-71.

conseguenza, contestualmente alla delibera di emissione degli SFP convertibili, <<la società dovrà deliberare l'aumento del capitale per ammontare corrispondente alle azioni da attribuire in conversione secondo il rapporto di cambio>>. Peraltro, sembra doversi ritenere che l'aumento di capitale non possa essere superiore, incluso l'eventuale sopraprezzo, al debito verso gli strumentisti, ove venga ad essi attribuito un diritto di rimborso, ovvero, in caso contrario, alla riserva iscritta in bilancio a fronte dell'emissione²⁵⁶. In questa prospettiva, l'aumento di capitale verrà "coperto" dalla società mediante estinzione del debito da rimborso o, in alternativa, mediante imputazione a capitale della riserva creatasi con l'apporto effettuato dai possessori di SFP convertibili, qualora non gli venga riconosciuto il diritto al rimborso. Ne risulta ulteriormente che, in assenza del riconoscimento del diritto al rimborso, il diritto conversione potrà in concreto essere esercitato solo se la riserva formata con gli apporti di cui sopra, o altre riserve disponibili, non siano state integralmente erose da perdite. Peraltro, <<qualora la "Riserva apporti strumenti finanziari" risulti erosa dalle perdite maturate al momento dell'esercizio del diritto di conversione, tale diritto potrà essere esercitato soltanto per il minore importo risultante al netto delle perdite subite dall'emittente>>²⁵⁷. Per rendere effettiva tale circostanza, e salvaguardare, quindi, la corrispondenza tra capitale nominale e capitale reale, si deve ritenere che la conversione degli SFP in azioni dell'emittente richieda la predisposizione <<di una situazione patrimoniale aggiornata alla data della conversione e l'accertamento delle perdite eventualmente maturate dalla società tra l'inizio dell'esercizio sociale e la data medesima, secondo le ordinarie regole dettate per la predisposizione del bilancio di esercizio>>²⁵⁸.

Per altro verso, laddove le azioni della società siano prive di indicazione del valore nominale nel momento in cui viene deliberata l'emissione di SFP convertibili, sembra corretto ritenere che l'emissione delle azioni a servizio della conversione possa essere deliberata senza deliberare contestualmente anche l'aumento di capitale. Se ciò è vero, al

²⁵⁶ V. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 166, Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni, 7 novembre 2017.

²⁵⁷ In tal senso Tribunale di Napoli, Ordinanza del 25 febbraio 2016.

²⁵⁸ Cfr. Tribunale di Napoli, Ordinanza del 25 febbraio 2016.

momento della conversione sarà necessario e sufficiente aumentare il numero delle azioni medesime²⁵⁹.

Dalla prassi applicativa emerge un particolare interesse degli operatori per il diritto di conversione in partecipazioni azionarie. In sette dei casi esaminati, infatti, risulta la previsione del diritto in parola. Di particolare rilievo il caso di Ferretti Holding S.p.A. ove il diritto di conversione, se esercitato, attribuirà azioni della società controllata. Sembra, inoltre, interessante segnalare il caso di Midco S.p.A., costituita nell'ambito dell'operazione di salvataggio di Alitalia S.p.A. Ebbene, lo statuto della medesima prevede la possibilità di convertire in SFP taluni titoli atipici, denominati <<contingent convertible notes>>. A loro volta, peraltro, gli SFP così emessi potrebbero essere convertiti in azioni prive del diritto di voto.

3.7 Le modalità di contabilizzazione

Conclusa l'analisi dei tratti più significativi della fattispecie degli SFP, occorre trattare il tema della rappresentazione contabile, nel bilancio dell'emittente, dell'operazione economico-giuridica sottostante all'emissione di tali strumenti. La rilevazione contabile, del resto, risente delle caratteristiche della fattispecie e dei diritti che compongono il contenuto degli SFP concretamente emessi dalla società. Di conseguenza, non sembra possibile determinare a priori come la società emittente debba rappresentare in bilancio l'operazione, dovendosi prima verificare come quest'ultima è stata configurata e quali siano i diritti attribuiti agli SFP²⁶⁰. Tale conclusione, del resto, risulta del tutto coerente con la ricostruzione della fattispecie sopra prospettata. Diversamente, chi ritiene che gli SFP abbiano sempre la medesima causa ritiene possibile, coerentemente con il presupposto, una sola modalità di rilevazione contabile²⁶¹.

²⁵⁹ Cfr. Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 166, Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni, 7 novembre 2017.

²⁶⁰ In tal senso M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 110. Diversamente, chi ritiene che gli SFP abbiano sempre la medesima causa propende per una sola rappresentazione contabile, coerentemente con il presupposto.

²⁶¹ Cfr. P. Spada, Azioni e strumenti finanziari, in Studi e materiali del consiglio nazionale del notariato, 2004, 226 ss.; B. Libonati, I "nuovi" strumenti finanziari partecipativi, Rivista del diritto commerciale, 2007, 23.

Alla luce di tali premesse, sembra ora opportuno esaminare gli effetti sulla rappresentazione contabile derivanti dalle diverse configurazioni degli SFP. A tal fine, si procederà con l'esame delle possibili iscrizioni in bilancio che l'emissione di strumenti finanziari partecipativi può comportare.

Laddove all'atto della sottoscrizione l'apporto venga concretamente eseguito la società emittente, in persona degli amministratori, dovrà iscrivere il relativo valore nella ispettiva voce di appartenenza. Se si tratta di beni in natura, si ritiene che essi vadano iscritti al loro valore di mercato al momento dell'emissione, salvo che sia ravvisabile un <<costo di acquisto>>, ferma l'applicazione dei principi di cui all'art. 2426 c.c. Diversamente, i crediti andranno iscritti al <<presumibile valore di realizzo>> ex art. 2426 comma 1 n. 8. Gli apporti in denaro, invece, non pongono problemi quanto al valore di iscrizione. Se, invece, all'atto della sottoscrizione l'apporto viene soltanto promesso, dovrà essere iscritto un credito verso gli strumentisti²⁶². Per altro verso, in caso di apporti d'opera o servizi eseguiti o promessi, non sembra possibile effettuare alcuna rilevazione nell'attivo dello stato patrimoniale.

Per quanto concerne il passivo dello stato patrimoniale, invece, sembra che il valore dell'apporto, se e nei limiti in cui debba essere iscritto all'attivo, vada iscritto in una riserva di patrimonio netto laddove l'apporto dei sottoscrittori venga effettuato a fondo perduto, senza alcun diritto di rimborso, o nell'ipotesi in cui agli SFP venga attribuito il diritto a partecipare all'eventuale attivo di liquidazione *pari passu* con i soci²⁶³. Diversamente, nell'ipotesi in cui sia previsto un obbligo di rimborso dell'apporto in capo alla società, il valore dell'apporto medesimo dovrà essere iscritto tra i debiti. Resta inteso

²⁶² Cfr. M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 111 ss., i quali sottolineano l'impossibilità di parificare il credito in esame con i <<crediti verso i soci per versamenti ancora dovuti>>.

²⁶³ In questo senso v. M. Bussoletti, L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati), in Il nuovo diritto delle società, *Liber amicorum* Gian Franco Campobasso, Torino, 2006, 191; M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 111; N. Abriani, Le azioni e gli altri strumenti finanziari, in Abriani, Ambrosini, Cagnasso, Montalenti, Le società per azioni, in Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino, Padova, 2010, 336.

che in assenza di iscrizione all'attivo, come ad esempio si ritiene debba avvenire in caso di apporti d'opera o servizi, non dovrà effettuarsi alcuna iscrizione neppure al passivo.

Infine, qualche cenno può effettuarsi in merito alla contabilizzazione nel conto economico dei diritti che maturano a favore degli strumentisti nel corso di ciascun esercizio a titolo di remunerazione dell'apporto. Sembra corretto ritenere che, di regola, tali diritti vadano iscritti nella voce <<interessi e altri oneri finanziari>>, rappresentando un costo per la società emittente.

Dall'analisi della prassi applicativa sono stati rilevati alcuni dati interessanti. All'interno del campione esaminato, nella stragrande maggioranza dei casi²⁶⁴ lo statuto prevede la contabilizzazione dell'apporto in apposita riserva del patrimonio netto, sovente denominata <<Riserva Apporti Strumenti Finanziari Partecipativi>>. Lo statuto della Intek Group S.p.A., invece, ne prevede la contabilizzazione come un debito della società, essendo previsto il diritto al rimborso in favore degli strumentisti. In due casi, invece, il trattamento contabile non viene espressamente disciplinato né dallo statuto né dal regolamento di emissione. Si tratta, in particolare, delle emissioni deliberate da Business Integration Partners S.p.A. e di IDEa FIMIT SGR S.p.A. Occorre notare, peraltro, come nel secondo caso non si tratti di una lacuna, atteso che nessun apporto era previsto a fronte dell'emissione. La mancanza di una disciplina quanto alla rilevazione contabile degli apporti effettuati da parte dei sottoscrittori degli strumenti finanziari partecipativi emessi da Business Integration Partners S.p.A., invece, lascia piuttosto perplessi. Il silenzio dello statuto, infatti, lascia spazio a notevoli incertezze, derivanti dalla previsione di un diritto di recesso esercitabile *ad nutum* alla quale viene collegato, in caso di concreto esercizio, il diritto a ricevere un importo pari al valore nominale dell'apporto, eventualmente incrementato dalla quota di riserve formate mediante accantonamento di utili non distribuiti loro spettante. Ebbene, la corretta modalità di iscrizione in bilancio degli apporti dipenderà essenzialmente dall'interpretazione che si intende fornire alla previsione poc'anzi riportata. Se si ritenesse che il recesso così configurato non costituisca un vero e proprio diritto al rimborso, si dovrebbe propendere, sulla scorta delle considerazioni effettuate *supra* nel presente paragrafo, per l'iscrizione in apposita riserva del netto. Diversamente, attribuendo rilevanza alla circostanza per cui l'apporto spettante

²⁶⁴ Si tratta di ventuno dei ventiquattro casi esaminati. Per il dettaglio si invia *infra* nell'Appendice.

agli strumentisti receduti non venga a ridursi in conseguenza di eventuali perdite riportate dalla società, si dovrebbe propendere per la rilevazione alla stregua di debiti dell'emittente.

3.8 L'incidenza delle perdite riportate dalla società

A chiusura del presente lavoro, prima di procedere con l'analisi degli elementi salienti delle emissioni esaminate, si impone la trattazione di un'ulteriore tematica, quella dell'incidenza delle perdite riportate dalla società sui diritti spettanti ai titolari di strumenti finanziari partecipativi.

Anzitutto, laddove il diritto alla remunerazione dell'apporto, eventualmente attribuito agli SFP, venga ancorato all'andamento della società, ben potendo essere configurato anche alla stregua di un vero e proprio diritto agli utili analogo a quello spettante ai soci, come ampiamente discusso *supra*, gli strumentisti saranno esposti al rischio di mancata remunerazione dell'investimento.

Altro profilo di cruciale importanza è rappresentato dall'incidenza delle perdite sulla riserva eventualmente costituita con gli apporti eseguiti o promessi dagli strumentisti in sede di sottoscrizione²⁶⁵. Si tratta di stabilire quale sia il regime residuale quanto all'ordine di erosione delle riserve in caso di perdite nonché di individuare i limiti all'autonomia statutaria in materia.

Quanto alla prima questione, si registrano opinioni dottrinali piuttosto divergenti tra di loro. Taluni non sembrano dubitare che le <<perdite vadano ad incidere sulla riserva "targata" costituita con gli apporti degli strumentisti prima che sul capitale sociale e sulla riserva legale, eventualmente secondo l'ordine stabilito dallo statuto>>²⁶⁶. Tale ricostruzione, tuttavia, finisce per esporre l'investimento in strumenti finanziari ad un rischio più elevato rispetto a quello dei soci, andando a postergare nelle perdite il capitale "proprio" rispetto al capitale apportato da soggetti (potenzialmente) estranei alla compagine sociale. Tale soluzione, invero, consentirebbe ai soci di distribuire utili negli

²⁶⁵ Per la trattazione dei profili contabili si rinvia *supra* al paragrafo precedente.

²⁶⁶ In questo senso M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, 91 nota 104.

esercizi successivi anche grazie alla sopportazione delle perdite da parte degli strumentisti, così consentendo ai soci di beneficiare di un sacrificio imposto esclusivamente ai primi.

La ricostruzione prospettata, di fatto, finirebbe per rendere gli strumenti in esame inutilizzabili nel contesto in cui finora hanno avuto applicazione più frequente ed effettiva, vale a dire nell'ambito di operazioni di ristrutturazione del debito. Nell'ambito di tali operazioni, infatti, sovente accade che i creditori, spesso bancari, acconsentano a convertire, in tutto o in parte, i loro crediti in strumenti finanziari partecipativi della società debitrice. In questi casi, dunque, gli strumentisti sono in realtà dei creditori della società che razionalmente non accetteranno di essere postergati ai soci, per di più di una società in crisi. Ecco che allora sembra doversi individuare un qualche correttivo. In questo senso, sembra potersi condividere la soluzione prospettata da attenta dottrina²⁶⁷, che propone di separare il profilo della rappresentazione contabile del valore degli apporti effettuati dai sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi nel bilancio della società emittente da quello dei rapporti tra strumentisti e soci quanto alla sopportazione delle perdite. Valorizzando la regola della postergazione assoluta del capitale, è stato quindi affermato che <<l'incidenza delle perdite sulle riserve anteriormente rispetto al capitale, e dunque l'annullamento delle prime anteriormente al secondo, non sembrerebbe determinare l'annullamento, in via automatica e prioritaria, degli strumenti finanziari che quella riserva contribuiscono storicamente a formare>>²⁶⁸. In questa prospettiva, il dato contabile sarebbe rilevante esclusivamente nella misura in cui rappresenta l'eventuale sussistenza di un obbligo, in capo alla società emittente, di rimborsare il valore dell'apporto effettuato dai sottoscrittori di SFP, ma non sembra essere tale da poter sovvertire il sistema di distribuzione del patrimonio sociale, che individua i soci come *residual claimants*. In altri termini, il correttivo cui sopra si accennava sembra, dunque, poter consistere nella sopravvivenza degli SFP, con i diritti ad essi attribuiti, all'eventuale

²⁶⁷Cfr. N. Abriani, Le azioni e gli altri strumenti finanziari, in Abriani, Ambrosini, Cagnasso, Montalenti, Le società per azioni, in Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino, Padova, 2010, 336; B. Libonati, Gli strumenti finanziari partecipativi, in La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, a cura di P. Balzarini – G. Carcano – M. Ventoruzzo, Milano, 2007, 604.

²⁶⁸ In questo senso N. Abriani, Le azioni e gli altri strumenti finanziari, in Abriani, Ambrosini, Cagnasso, Montalenti, Le società per azioni, in Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino, Padova, 2010, 336 nota 366.

erosione per perdite della riserva “targata” ad essi riferibile. Resta inteso, peraltro, che tale sopravvivenza potrà operare solo in quanto compatibile. Ad esempio, non potrà essere esercitato dagli strumentisti il diritto alla conversione degli SFP in azioni laddove le perdite abbiano eroso integralmente il capitale.

Se non sembrano esservi dubbi in merito alla possibilità di prevedere siffatta sopravvivenza per via statutaria²⁶⁹, sembra opportuno segnalare come taluni²⁷⁰ abbiano qualificato tale regime come residuale, applicabile in assenza di diversa previsione contraria.

Per altro verso, non sembra potersi dubitare neppure della legittimità di clausole statutarie che, all’opposto, prevedano l’annullamento degli SFP in caso di integrale erosione della riserva targata ad essi riferibile in conseguenza di perdite, ovvero la loro sospensione sino a quando la stessa non venga ricostituita, stabilendo altresì che gli utili futuri siano prioritariamente destinati a tale finalità²⁷¹. Resta inteso, peraltro, che in caso di perdite che non erodano completamente la riserva l’annullamento o la sospensione potrà essere proporzionale alla misura dell’erosione. Sembra doversi ritenere legittima altresì la clausola statutaria che preveda l’annullamento degli SFP soltanto a seguito dell’annullamento delle azioni in conseguenza di perdite e in misura proporzionale rispetto alle stesse²⁷².

Dall’analisi del campione esaminato emerge come la disciplina più frequente in materia consista nel prevedere l’utilizzabilità della riserva riferibile agli SFP per la copertura di eventuali perdite soltanto laddove ricorrano i presupposti per la riduzione obbligatoria del capitale sociale ex art. 2446 comma 2 e 2447 c.c., dopo l’integrale erosione delle altre riserve. Sovente, inoltre, tale disciplina si accompagna alla previsione della sopra menzionata sopravvivenza degli SFP all’eventuale integrale azzeramento

²⁶⁹ Cfr. Consiglio Notarile di Firenze, Massima n. 69/2018, Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria dell’incidenza delle perdite.

²⁷⁰ In questo senso G. D’Attorre, Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, in *Notariato*, 1° maggio 2016, 268.

²⁷¹ Cfr. Consiglio Notarile di Firenze, Massima n. 69/2018, Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria dell’incidenza delle perdite.

²⁷² Cfr. Consiglio Notarile di Firenze, Massima n. 69/2018, Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria dell’incidenza delle perdite.

della riserva targata²⁷³. Lo statuto di Sesto Immobiliare S.p.A., invece, prevede che la riserva *de qua* venga intaccata dalle perdite riportate dalla società solo dopo l'erosione di tutte le altre riserve e *pari passu* con il capitale sociale. A tale previsione, peraltro, si accompagna, coerentemente, quella dell'annullamento degli SFP in caso di integrale erosione della riserva ad essi riferibile.

A questo punto, non resta che provvedere a sintetizzare i tratti salienti delle emissioni esaminate.

Appendice: Sintesi delle principali caratteristiche delle emissioni esaminate.

Nel Capitolo appena concluso sono stati analizzati i diritti attribuibili agli strumenti finanziari partecipativi, con l'obiettivo di comporre le diverse opinioni in materia e di fornire un riscontro della prassi applicativa, rappresentata dalle ventiquattro emissioni esaminate. Al fine di consentire un confronto sistematico degli elementi salienti di queste ultime, di seguito vengono riportate quattro tabelle che sintetizzano i dati più rilevanti di ciascuna.

²⁷³ Si tratta, ad esempio, degli statuti di Tasnch Holding S.p.A., Accadiesse S.p.A., Carlo Tassara S.p.A.

Tabella 1: Settore di appartenenza dell'emittente e Contesto dell'emissione

Emittente	Settore di appartenenza	Contesto dell'emissione
Business Integration Partners S.p.A.	Consulenza	SFP destinati a dipendenti e collaboratori
Castello Sgr S.p.A.	Finanziario	Emissione riservata a soci, amministratori e collaboratori della società
Ferretti Holding S.p.A.	Holding di gestione della partecipazione in Ferretti S.p.A.	Ristrutturazione del debito
Maccorp Italiana S.p.A.	Industriale	Ripianamento delle perdite ex art. 2447 c.c.
Azimut Holding S.p.A.	Finanziario	SFP destinati a promotori finanziari e dipendenti del gruppo
Seves Holding S.p.A.	Holding di gestione della partecipazione in Seves S.p.A.	Ristrutturazione del debito
Idea Fimit Sgr S.p.A.	Finanziario	Emissione nel contesto della fusione tra First Atlantic RE Sgr e FIMIT Sgr
Digital Magics S.p.A.	Teconologico-Finanziario	Rafforzamento della struttura finanziaria
Sesto Immobiliare S.p.A.	Industriale	Non chiaro

Emittente	Settore di appartenenza	Contesto dell'emissione
Dicembre 2007 S.p.A.	Holding di gestione della partecipazione in Gruppo Coin S.p.A.	Non chiaro
Intek Group S.p.A.	Holding	Contesto di fusione per incorporazione tra Intek Group S.p.A. e KME partecipazioni S.p.A.
Taschn Holding S.p.A.	Holding di gestione della partecipazione in TAS - Tecnologia Avanzata dei Sistemi S.p.A.	Ristrutturazione del debito
Mednav S.p.A.	Trasporti marittimi	Ristrutturazione del debito
Accadiesse S.p.A.	Servizi di sicurezza	Ristrutturazione del debito
Carlo Tassara S.p.A.	Industriale	Ristrutturazione del debito
EEMS Italia S.p.A.	Industriale	Ristrutturazione del debito
Lediberg S.p.A.	Industriale	Ristrutturazione del debito
Conbipel S.p.A.	Industriale	Ristrutturazione del debito
Hydro Energia Holding S.p.A.	Industriale	Non chiaro

Emittente	Settore di appartenenza	Contesto dell'emissione
Euromilano S.p.A.	Industriale	Ristrutturazione del debito
Midco S.p.A.	Holding di gestione della partecipazione in Alitalia S.p.A.	Ristrutturazione del debito
Panini S.p.A.	Industriale	Ristrutturazione del debito
Redecam Group S.p.A.	Industriale	Ristrutturazione del debito
Nuova Sorgenia Holding S.p.A.	Industriale	Ristrutturazione del debito

Tabella 2: Natura dell'apporto, Trattamento contabile e Incidenza delle perdite

Emittente	Natura dell'apporto	Trattamento contabile	Incidenza delle perdite
Business Integration Partners S.p.A.	Denaro	Non espressamente disciplinato	Non disciplinata espressamente
Castello Sgr S.p.A.	Denaro	Riserva targata	Non disciplinata espressamente
Ferretti Holding S.p.A.	Compensazione con crediti verso Ferretti S.p.A.	Riserva targata	Non disciplinata espressamente
Maccorp Italiana S.p.A.	Denaro (compensazione con crediti pregressi)	Riserva targata	Riserva impiegata al momento della sottoscrizione degli SFP a copertura di perdite pregresse
Azimut Holding S.p.A.	Denaro	Riserva targata	Riserva utilizzabile prima della riserva legale ma dopo le altre
Seves Holding S.p.A.	Denaro (compensazione con crediti pregressi)	Riserva targata	Riserva impiegata al momento della sottoscrizione degli SFP a copertura di perdite pregresse
Idea Fimit Sgr S.p.A.	Non è previsto alcun apporto. Emissione riservata a tutti i soci antefusione	Non richiesto (non essendo previsto alcun apporto)	Non richiesta
Digital Magics S.p.A.	Denaro	Riserva targata	Riserva utilizzabile prima della riserva legale ma dopo le altre
Sesto Immobiliare S.p.A.	Denaro	Riserva targata	Riserva utilizzabile a copertura di perdite pari passo con il capitale. La completa erosione della riserva comporta annullamento degli SFP

Emittente	Natura dell'apporto	Trattamento contabile	Incidenza delle perdite
Dicembre 2007 S.p.A.	Denaro (compensazione con crediti pregressi)	Riserva targata	Non espressamente disciplinata
Intek Group S.p.A.	SFP sottoscritti a seguito dell'adesione all'OPS con azioni della stessa società	Posta di debito	Non richiesta
Tasnch Holding S.p.A.	Denaro	Riserva targata	Riserva utilizzabile solo in caso di riduzione obbligatoria del capitale sociale e dopo l'utilizzo delle altre riserve
Mednav S.p.A.	Denaro (compensazione con crediti pregressi)	Riserva targata	Riserva utilizzabile solo in caso di completa erosione per perdite di tutte le altre riserve
Accadiesse S.p.A.	Denaro (compensazione con crediti pregressi)	Riserva targata	Riserva utilizzabile solo in caso di riduzione obbligatoria del capitale sociale e dopo l'utilizzo delle altre riserve
Carlo Tassara S.p.A.	Denaro (compensazione con crediti pregressi)	Riserva targata	Riserva utilizzabile solo in caso di riduzione obbligatoria del capitale sociale e dopo l'utilizzo delle altre riserve
EEMS Italia S.p.A.	Denaro (compensazione con crediti pregressi)	Riserva targata	Riserva utilizzabile solo in caso di riduzione obbligatoria del capitale sociale e dopo l'utilizzo delle altre riserve
Lediberg S.p.A.	Denaro (compensazione con crediti pregressi)	Riserva targata	Riserva ridotta <i>pari passu</i> e pro quota, in misura proporzionale alle altre riserve

Emittente	Natura dell'apporto	Trattamento contabile	Incidenza delle perdite
Conbipel S.p.A.	Denaro	Riserva targata	L'erosione della riserva non comporta annullamento degli SFP
Hydro Energia Holding S.p.A.	Denaro	Riserva targata	SFP si annullano in caso di completa erosione del capitale sociale
Euromilano S.p.A.	Denaro	Riserva targata	Utilizzabile prima della riserva legale. Erosione integrale non comporta annullamento SFP
Midco S.p.A.	Denaro (SFP emessi a seguito di conversione di altri strumenti finanziari)	Riserva targata	L'erosione della riserva non comporta annullamento degli SFP
Panini S.p.A.	Denaro (compensazione con crediti pregressi)	Riserva targata	Riserva utilizzabile solo in caso di riduzione obbligatoria del capitale sociale e dopo l'utilizzo delle altre riserve
Redecam Group S.p.A.	Denaro (compensazione con crediti pregressi vantati dal socio unico)	Riserva targata	Riserva utilizzabile solo in caso di riduzione obbligatoria del capitale sociale e dopo l'utilizzo delle altre riserve
Nuova Sorgenia Holding S.p.A.	Denaro (liberazione in parte mediante versamenti e in parte mediante compensazione di crediti pregressi)	Riserva targata	Riserva utilizzabile solo in caso di riduzione obbligatoria del capitale sociale e con obbligo emissione di nuovi SFP

Tabella 3: Profili Patrimoniali

Emittente	Diritto di partecipazione agli utili	Diritto al rimborso dell'apporto	Convertibilità
Business Integration Partners S.p.A.	Si, proporzionalmente ai dividendi distribuiti	Diritto di recedere ad nutum cui si accompagna diritto a ricevere il valore nominale degli SFP e una quota delle riserve formate con utili non distribuiti	No
Castello Sgr S.p.A.	Si, sugli utili risultanti dal bilancio	No	No
Ferretti Holding S.p.A.	Si, analogo alle azioni	No	Si, in azioni della controllata
Maccorp Italiana S.p.A.	Si, in proporzione sugli utili distribuiti	No	Si
Azimut Holding S.p.A.	Si, se utile consolidato supera un certo limite e ne venga deliberata la distribuzione	No	No
Seves Holding S.p.A.	Si, sugli utili risultanti dal bilancio approvato	No	No
Idea Fimit Sgr S.p.A.	No	No	No
Digital Magics S.p.A.	Si, in percentuale sugli utili distribuiti	Diritto di recesso in casi determinati dallo statuto, con diritto al rimborso del valore nominale fino al 50% del flusso di cassa risultante dall'ultimo bilancio	Si, automaticamente al verificarsi di certe condizioni
Sesto Immobiliare S.p.A.	Diritto di partecipare alla distribuzione di tutte le somme distribuite ai soci	No	No

Emittente	Diritto di partecipazione agli utili	Diritto al rimborso dell'apporto	Convertibilità
Dicembre 2007 S.p.A.	Si, partecipazione agli utili e alle riserve di cui sia deliberata la distribuzione	No	No
Intek Group S.p.A.	No	Si, alla scadenza	No
Tasneh Holding S.p.A.	Si, diritto a percepire 98% degli utili fino a incasso del 105% dell'apporto	No	No
Mednav S.p.A.	Si, diritto a percepire il 100% degli utili sino a incasso del valore nominale dello strumento	No	Si
Accadiesse S.p.A.	Si, proporzionalmente agli utili distribuiti	No	Si
Carlo Tassara S.p.A.	Si, proporzionalmente agli utili distribuiti	No	No
EEMS Italia S.p.A.	Si, proporzionalmente agli utili distribuiti	No	Si
Lediberg S.p.A.	No	No	No
Conbipel S.p.A.	Si, in percentuale sugli utili risultanti dal bilancio approvato	No	Si
Hydro Energia Holding S.p.A.	Si, in percentuale sugli utili distribuiti	No	No
Euromilano S.p.A.	Si, in percentuale sugli utili distribuiti	No	No

Emittente	Diritto di partecipazione agli utili	Diritto al rimborso dell'apporto	Convertibilità
Midco S.p.A.	Si, diritto a partecipare alla distribuzione di tutte le somme a favore di azioni di una certa categoria	No	Si, in azioni senza diritto di voto
Panini S.p.A.	Si, in percentuale sugli utili distribuiti	No	No
Redecam Group S.p.A.	Si, in percentuale sugli utili distribuiti	No	No
Nuova Sorgenia Holding S.p.A.	Si, in percentuale sugli utili distribuibili (pari passu con le azioni)	No	No

Tabella 4: Profili Amministrativi

Emittente	Partecipazione all'assemblea dei soci	Diritto di veto oltre le delibere pregiudizievoli ex art. 2376 c.c.	Nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo
Business Integration Partners S.p.A.	Partecipazione del Rappresentante Comune per comunicare le decisioni dell'assemblea speciale	Sì, per ogni modifica del regolamento di emissione	No
Castello Sgr S.p.A.	No	No	No
Ferretti Holding S.p.A.	No	Sì, per gli aumenti di capitale e le emissioni di obbligazioni convertibili, salvo che sia consentito agli strumentisti di effettuare nuovi apporti per incrementare il valore degli SFP	No
Maccorp Italiana S.p.A.	Partecipazione del Rappresentante Comune per comunicare le decisioni dell'assemblea speciale	Sì, per tutte le modifiche del regolamento di emissione nonché per aumenti di capitale e emissioni di obbligazioni convertibili.	Diritto di nominare un componente del C.d.A. e il Presidente del Collegio Sindacale
Azimut Holding S.p.A.	No	No	No
Seves Holding S.p.A.	No	Sì, per tutte le modifiche del regolamento di emissione e per le operazioni straordinarie	No

Emittente	Partecipazione all'assemblea dei soci	Diritto di veto oltre le delibere pregiudizievoli ex art. 2376 c.c.	Nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo
Idea Fimit Sgr S.p.A.	No	Si, per tutte le emissioni di SFP e azioni privilegiate	No
Digital Magics S.p.A.	Partecipazione del Rappresentante Comune per comunicare le decisioni dell'assemblea speciale	No	No
Sesto Immobiliare S.p.A.	No	Si, per tutte le modifiche statutarie e per l'emissione di strumenti di equity	Nomina di un amministratore e diritto di esprimere gradimento sulla nomina del Presidente del Collegio Sindacale
Dicembre 2007 S.p.A.	No	Si, per la distribuzione di utili o riserve, per le modifiche dell'oggetto sociale e per le operazioni straordinarie	No
Intek Group S.p.A.	Si, per la determinazione del numero dei componenti del C.d.A. e per la determinazione dei loro compensi	Si, sulle modifiche dei diritti attribuiti agli SFP	Nomina di un componente del C.d.A., nel rispetto dei requisiti di cui all'art. 148 co. 3 TUF
Taschn Holding S.p.A.	No	Si, per le modifiche statutarie che comunque incidono sugli SFP	No
Mednav S.p.A.	No	Si, per le operazioni straordinarie	Nomina di un amministratore per ciascuna categoria (2) di SFP

Emittente	Partecipazione all'assemblea dei soci	Diritto di veto oltre le delibere pregiudizievoli ex art. 2376 c.c.	Nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo
Accadiesse S.p.A.	Partecipazione del Rappresentante Comune per comunicare le decisioni dell'assemblea speciale e come osservatore	Si, per una serie di materie, tra cui operazioni straordinarie e modifiche statutarie	Nomina di un amministratore e di un sindaco sia della holding che della controllata
Carlo Tassara S.p.A.	Partecipazione del Rappresentante Comune per comunicare le decisioni dell'assemblea speciale e come osservatore	Si, per tutte le delibere che incidono sugli SFP	Nomina di un amministratore
EEMS Italia S.p.A.	No	No	Nomina di un amministratore
Lediberg S.p.A.	No	Si, per le modifiche dello statuto che comunque incidono sugli SFP nonché per gli aumenti di capitale	No
Conbipel S.p.A.	Partecipazione del Rappresentante Comune come osservatore	Si, per le modifiche che comunque incidono sugli SFP, per le modifiche dell'oggetto sociale o della durata della società, nonché per le operazioni straordinarie	Nomina di un amministratore e di un sindaco
Hydro Energia Holding S.p.A.	Partecipazione del Rappresentante Comune per comunicare le decisioni dell'assemblea speciale	No	No

Emittente	Partecipazione all'assemblea dei soci	Diritto di veto oltre le delibere pregiudizievoli ex art. 2376 c.c.	Nomina di un componente dell'organo amministrativo o di controllo
Euromilano S.p.A.	No	Si, per una serie di materie come le operazioni straordinarie o l'emissione di nuovi SFP	No
Midco S.p.A.	No	Si, per le modifiche statutarie comunque incidenti sugli SFP, le modifiche dell'oggetto sociale o della durata della società	No
Panini S.p.A.	Partecipazione del Rappresentante Comune per comunicare le decisioni dell'assemblea speciale o come osservatore	Si, per tutte le decisioni che incidono sugli SFP e per la distribuzione di utili e riserve	No
Redecam Group S.p.A.	No	Si, per tutte le modifiche del regolamento di emissione	No
Nuova Sorgenia Holding S.p.A.	Partecipazione del Rappresentante Comune per comunicare le decisioni dell'assemblea speciale	Si, per tutte le decisioni che incidono sugli SFP e per la distribuzione di utili e riserve	Nomina di un amministratore da parte di ciascuna delle due categorie di SFP

Conclusioni

L'analisi condotta nelle pagine precedenti ha permesso di approfondire il quadro normativo e applicativo concernente la fattispecie degli strumenti finanziari partecipativi emessi o, quanto meno emettibili, dalle S.p.A. Alla luce delle considerazioni svolte nel corso del presente lavoro, sembra possibile svolgere talune valutazioni conclusive.

Si deve prendere atto che nella prassi applicativa gli strumenti finanziari partecipativi sono spesso stati utilizzati non tanto per agevolare la crescita delle imprese <<consentendo di acquisire elementi utili al proficuo svolgimento dell'attività>>²⁷⁴, quanto piuttosto, anche a causa della crisi finanziaria e di liquidità verificatasi a partire dal 2008, nell'ambito di operazioni di ristrutturazione del debito, realizzate sia in forma puramente negoziale con i creditori che tramite gli strumenti appositamente previsti dal Codice della crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII). Tale circostanza, viene confermata dai risultati emersi dal campione esaminato. Su ventiquattro emissioni esaminate, infatti, ben quindici, sono avvenute nel contesto di operazioni di risanamento²⁷⁵. Chiaro è che in tali contesti, i sottoscrittori di SFP saranno i creditori della società emittente e dunque, di fatto, spesso si tratterà di istituti bancari.

In ipotesi per così dire fisiologiche, invece, il ricorso degli operatori economici all'investimento in strumenti finanziari partecipativi, a quanto risulta, è piuttosto raro. Allo stato attuale, dunque, non sembra che la figura abbia confermato quella natura cangiante auspicata dal legislatore. Tale circostanza dipende, verosimilmente, da quella che sembrava poter rappresentare il principale punto di forza della fattispecie, vale a dire l'ampia libertà riconosciuta all'autonomia statutaria nella determinazione dei caratteri concreti degli strumenti stessi.

²⁷⁴ Cfr. §3.4 della Relazione ministeriale al d.lgs. 17 gennaio 2003 n.6.

²⁷⁵ Cfr. supra alla Tabella 1 in Appendice.

La disciplina dettata dal legislatore, invero, lascia spazio a margini di incertezza eccessivi, in netto contrasto con le esigenze di sicurezza sottese alle scelte di investimento, andando così, almeno in parte, a “vanificare” l’obiettivo dichiarato dal legislatore nella Relazione al d.lgs. 6/2003. Se, infatti, l’elemento di discontinuità con il passato sembra essere rappresentato dalla possibilità di riconoscere prerogative tipiche della posizione di azionista a soggetti astrattamente estranei alla compagine sociale, dall’altro lato la mancanza di confini certi quanto alle stesse rappresenta un nodo problematico di difficile soluzione. Basti pensare alle considerazioni sopra svolte quanto all’attribuibilità, sul piano amministrativo, del diritto di voto su argomenti specificamente indicati dallo statuto. Ebbene, come diffusamente discusso *supra* nel Terzo Capitolo, l’incertezza normativa che, pur pervadendo tutta la materia de qua, contraddistingue in particolare la questione da ultimo riportata, ha determinato l’adozione da parte degli operatori economici di soluzioni talvolta contrastanti con l’apparente *voluntas legis*, talaltra, invece, con i principi generali del diritto societario. Tale situazione, del resto, è emblematica dell’intera materia de qua. La difficoltà ad individuare vincoli espliciti, infatti, dovrebbe imporre uno sforzo interpretativo che tenga conto dei principi generali che informano la materia societaria, sforzo che, tuttavia, non sempre è stato adeguatamente compiuto.

Sembrerebbe dunque auspicabile un intervento normativo mirato al fine di garantire maggiore certezza applicativa e favorire così l’impiego degli SFP come valida alternativa alle tradizionali fonti di finanziamento societario.

Bibliografia

Associazione Disiano Preite, Il nuovo diritto delle società, Bologna, 2003

N. Abriani, La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma, in Rivista del diritto commerciale, 2002.

N. Abriani, Le azioni e gli altri strumenti finanziari, in Abriani, Ambrosini, Cagnasso, Montalenti, Le società per azioni, in Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino, Padova, 2010.

N. Abriani, I conferimenti, in Abriani, Ambrosini, Cagnasso, Montalenti, Le società per azioni, in Trattato di diritto commerciale diretto da Cottino, Padova, 2010

C. Angelici, La società per azioni, I, Principi e problemi, Milano, 2012

F. Annunziata, La disciplina del mercato mobiliare, Torino, 2023.

T. Ascarelli, Prefazione ai saggi di diritto commerciale, Milano, 1955

A. Asquini, Titoli di credito, Padova, 1966

A. Audino, Commento all' art 2411, in A. Maffei Alberti (a cura di), Il nuovo diritto delle società, Padova, 2005.

L. Barassi, La teoria generale delle obbligazioni, I, Milano, 1963;

A. Bartalena, Le nuove obbligazioni, in Banca borsa e titoli di credito, 2005

A. Bartolacelli, La partecipazione non azionaria nella s.p.a., Milano, 2012

L. Benvenuto, Azioni obbligazioni e strumenti finanziari, Torino, 2011

G. Bianchi, Il bilancio, in Le nuove s.p.a. Trattato diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna 2012

M. Bini, Il fair value degli strumenti finanziari partecipativi nell'ambito di piani di ristrutturazione, in Le società, 2019

F. Bonato, L'emissione di SFP a servizio della ristrutturazione: apporto, diritto di recesso e obbligo di riscatto, in Le Società, 2017

- B. Bouloc, *Le nouvelles valeurs mobilières: les certificats d'investissement et les titres participatifs (Titre I, chapitres 5 et 6 de la loi 83-1 du 3 janvier 1983)*, in *Revision Societale*, 1983
- G.L. Brancadoro, *Delle obbligazioni, Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004
- G. Brancadoro, *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milano, 2005
- A. Busani e M. Sagliocca, *I diritti patrimoniali degli investitori in strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, in *Le Società*, 11/2012
- A. Busani, *Massime notarili e orientamenti professionali. Strumenti finanziari partecipativi (Sfp)*, in *Le Società*, 2019
- A. Busani, *Massimario delle operazioni societarie e degli enti non profit*, Milano, 2023
- M. Bussoletti, *L'iscrizione in bilancio degli apporti non di capitale (titoli partecipativi e apporti di terzi nei patrimoni destinati)*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006
- G. Castellano, *I titoli di massa*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1987
- S. A. Cerrato, *Commento all'art. 2376*, in *Il nuovo diritto societario- – d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6; d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5; d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61*, (diretto da) G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004
- F. Chiomenti, *Il titolo di credito. Fattispecie e disciplina*, Milano, 1977
- M. Cian, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella «nuova» s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 1, Torino, 2006.
- M. Cian, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, in *Quaderni di banca, borsa e titoli di credito*, n. 26, Milano, 2006
- C. Cincotti, *L'esperienza delle parts bénéficiaires belghe e gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art 2346 cc.* In *Banca borsa e titoli di credito*, 2004
- N. Ciocca, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012
- Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Massima H.J. SPA- Strumenti Finanziari*, settembre 2004

Consiglio Notarile di Firenze, Massima n. 69/2018, Strumenti finanziari partecipativi e disciplina statutaria dell'incidenza delle perdite

Consiglio Notarile di Milano, Massima n.163, Competenza all'emissione di strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017

Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 164, Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017

Consiglio Notarile di Milano, Massima n.165, Apporti dei sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, 7 novembre 2017

Consiglio Notarile di Milano, Massima n.166, Strumenti finanziari partecipativi convertibili in azioni, 7 novembre 2017

E. Coraggio, Gli strumenti finanziari partecipativi: tentativi di ricostruzione di una fattispecie dal rinnovato interesse operativo a quindici anni dalla riforma Vietti, in *Innovazione e diritto*, 2/2018

D. Corapi, Clausole di mero gradimento e clausole di prelazione, in *Le Società*, 2005

F. Corsi, La nuova s.p.a.: gli strumenti finanziari, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2003

F. Corsi, *Le nuove società di capitali*, Milano, 2003

R. Costi, Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi, in *Il nuovo diritto delle società* (diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006

G. D'Attorre, Il principio di uguaglianza tra i soci nelle società per azioni, Milano, 2007

G. D'Attorre, sub *art. 2376*, in *Codice commentato delle società. Artt. 2247-2483*, a cura di N. Abriani e M. Stella Richter, Torino, 2010

G. D'Attorre, Perdite della società e tutela dei titolari di strumenti finanziari partecipativi, in *Notariato*, 1° maggio 2016

M. De Acutis, Il finanziamento dell'impresa societaria: i principali tratti caratterizzanti e gli "altri strumenti finanziari partecipativi", in G. Cian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004

F. Di Sabato, *Diritto delle società*, Milano, 2003

L. Enriquez, *Quartum non datur*: appunti in tema di “strumenti finanziari partecipativi” in Inghilterra, negli Stati Uniti e in Italia, in Banca borsa e titoli di credito, 2005

G. Ferri jr, Fattispecie societaria e strumenti finanziari, in Profili patrimoniali e finanziari della riforma (a cura di) Montagnani, Milano 2004

P. Ferro-Luzzi, Riflessioni sulla riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa, in Rivista del diritto commerciale, 2005, I

P. Ferro-Luzzi, Il limite alla emissione di obbligazioni (art. 11, comma 1, lett. a), l. n.262 del 2005, in Rivista delle società, 2007

G. Festa Ferrante, Gli strumenti finanziari partecipativi, in Rivista del Notariato, 2008

G. Figà-Talamanca, Studi empirici sulle società di capitali, Padova, 2010

F. Galgano, Le società di capitali e le cooperative, in Galgano e Genghini, Il nuovo diritto societario, in Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia, diretto da Galgano, vol. XXIX, tomo I, Padova, 2006

A. Giampieri, Gli strumenti finanziari partecipativi quale metodo di finanziamento delle acquisizioni, in M. Irrera (diretto da) Le acquisizioni societarie, Bologna, 2011

G. Giannelli, Sulla competenza a deliberare l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, in Rivista del diritto commerciale, 2006

A. Giannelli, Commento all'art 2411, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari

P. Grosso, Categorie di azioni ed assemblee speciali. Il diritto italiano nel contesto comunitario, Milano, 1999

F. Innocenti, Gli strumenti finanziari nella società per azioni, Perugia, 2010

F. Innocenti, Gli strumenti finanziari partecipativi, Napoli, 2017

F. Innocenti, Gli strumenti finanziari partecipativi alla prova della giurisprudenza, in Le Società, 2022

M. Lamandini, Autonomia negoziale e vincoli di sistema nell'emissione di strumenti finanziari da parte delle S.p.a e delle cooperative per azioni, in Banca, borse e titoli di credito, 2003

- R. Lancia, Strumenti finanziari “ibridi”: profili di qualificazione e disallineamento da “ibridi”, in *Diritto e Pratica Tributaria*, 2021
- G. La Rocca, *Autonomia privata e mercato dei capitali. La nozione civilistica di <<strumento finanziario>>*, Torino, 2009
- M. Libertini, Riflessioni generali sul tema del “Finanziamento dell’impresa societaria”, in G. Gian (a cura di), *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Padova, 2004
- M. Libertini - A. Mirone - P.M. Sanfilippo, *Commento sub art. 2346, Commentario romano al nuovo diritto delle società*, a cura di F. d’Alessandro, Padova, 2010
- B. Libonati, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999
- B. Libonati, I “nuovi” strumenti finanziari partecipativi, *Rivista del diritto commerciale*, 2007
- B. Libonati, Gli strumenti finanziari partecipativi, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006*, a cura di P. Balzarini – G. Carcano – M. Ventoruzzo, Milano, 2007
- C. Limatola, Strumenti finanziari “ibridi” e risanamento dell’impresa, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2019
- A. Lolli, Gli strumenti finanziari, sub artt. 2346-2354 c.c., in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005
- S. Luoni, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010
- F. Magliulo, Il riferimento a fonti determinative esterne al contratto (*relatio*) e la forma del contratto di mutuo, in *Mutui ipotecari. Riflessioni giuridiche e tecniche contrattuali*, Milano, 1999
- F. Magliulo, *Le categorie di azioni e strumenti finanziari nella nuova s.p.a.*, Milano, 2004
- M. Manuli, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle s.p.a.: riflessioni critiche, in *Le società*, 11/2013
- M. Maugeri, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010
- E. Migliaccio, Strumenti finanziari partecipativi, in *Profili sistematici dei rapporti giuridici d’impresa*, (a cura di) R. Vitolo, M. Imbrenda, Milano, 2020
- G. Mignone, *Commento agli artt. 2346, 6° comma, 2349, 2° comma e 2351, 5° comma (Strumenti finanziari)*, in *Il nuovo diritto societario. Commentario diretto da Cottino, Bonfante, Cagnasso, Montalenti*, I, Bologna, 2004

G. Mignone, Nuovi Istituti per il finanziamento societario e associazione in partecipazione, in *Rivista delle società*, 2006

G. Mignone, L'associazione in partecipazione, in *Il codice civile. Commentario*, fondato e già diretto da P. Schlesinger e continuato da F.D. Busnelli, Milano, 2008

G. Mignone, Gli strumenti finanziari di cui al 6° co. dell'art. 2346, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2009

M. Miola, I conferimenti in natura, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 2004

M. Miola, Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2005

M. Miola, Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali, in *Rivista delle società*, 2005

M. Miola, La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive, in *Rivista delle società*, 2012

G. Muscolo, Gli strumenti finanziari, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso – L. Panzani, Bologna, 2013.

A. L. Niutta, Strumenti finanziari nei patrimoni destinati ex art. 2447-bis, I comma, lett. A): un nuovo mezzo di finanziamento nel diritto delle società per azioni e un nuovo prodotto finanziario per il mercato?, in *Rivista del diritto commerciale*, n. 1-2-3, 2006

A. L. Niutta, Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel T.U.F. aggiornato in base alla Mifid, in *Rivista del diritto commerciale*, 2009

M. Notari, Azioni e strumenti finanziari: confini delle fattispecie e profili di disciplina, in *Banca, borsa e titoli di credito*, I, 2003

M. Notari e A. Giannelli, Commento al co 6 dell'art. 2346, in *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari

M. Notari, Il contratto e gli strumenti finanziari partecipativi, in *I contratti per l'impresa*, II, banca, mercati e società, a cura di G. Gitti, M. Maugeri e M. Notari, Bologna, 2012

- M. Notari, Gli strumenti finanziari partecipativi: punti fermi e problemi aperti negli orientamenti interpretativi del notariato milanese, in *Rivista delle Società*, 2018
- M. Palmieri, La partecipazione alle perdite degli strumenti finanziari ex art. 2346, comma 6, c.c. convertendi in azioni, in *Le Società*, 2016
- D. Pastore, I nuovi strumenti finanziari nelle società azionarie, in *Rivista del diritto Commerciale*, 2009
- A. Pavone La Rosa, Circolazione delle azioni e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali, in *Banca borsa e titoli di credito*, I, 2003
- A. Pisani Massamorile, Azioni ed altri strumenti finanziari partecipativi, in *Rivista delle società*, 2003
- P. Pototschnig e S. Trevisan, Disciplina e prova dei diritti portati dagli strumenti finanziari partecipativi, in *Le Società*, 2021
- C.E. Pupo, La categoria generale degli strumenti finanziari nella disciplina codicistica della società per azioni, in *Rivista del diritto commerciale*, 2020
- G. A. Rescio, Operazioni sul capitale, utilizzo delle riserve e strumenti finanziari partecipativi, in *Rivista delle società*, 2018
- L. Restaino, Commento all'art. 2376, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli – V. Santoro, Torino, 2003
- P. Rinaldi, Strumenti finanziari partecipativi come modalità soddisfattiva principale nel concordato preventivo in continuità, in *Il Fallimento*, 2021
- M. Sagliocca, Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo della società per azioni, in *Rivista delle Società*, 2013
- V. Salafia, Titoli di partecipazione e di debito, in *Le Società*, 2004
- G. Sancetta e F. Mirone, Gli strumenti finanziari partecipativi quale meccanismo di Creditor Engagement, in *Corporate Governance and Research & Development Studies*, I, 2020
- D. U. Santosuosso, La riforma del diritto societario, Milano, 2003
- M. Sarale, Delle obbligazioni, in G. Cottino (diretto da), *Il nuovo diritto societario*, Milano, 2004
- R. Scognamiglio, Dei contratti in generale, in *Commentario al Codice civile*, a cura di Scialoja e Branca, Libro quarto, Delle obbligazioni (artt. 1321-1352), Bologna-Roma, 1972

- F. Signorelli, Azioni, obbligazioni e strumenti finanziari partecipativi, Milano, 2006
- E. Sorci, Contributo alla ricostruzione della fattispecie “strumento finanziario partecipativo” (uno, nessuno o centomila?), in Banca, Borsa e titoli di credito, 2009
- P. Spada, Introduzione al diritto dei titoli di credito. Lezioni, Torno, 1994
- P. Spada, Azioni e strumenti finanziari, in Studi e materiali del consiglio nazionale del notariato, 2004
- P. Spolaore, Finanziamento privato e strumenti finanziari partecipativi, in Banca, borsa e titoli di credito, 2018
- F. Sporta Caputi, Gli strumenti finanziari partecipativi tra esigenze del finanziamento societario e problemi di governance, Bari, 2021
- M. S. Spolidoro, Conferimenti e strumenti partecipativi nella riforma delle società di capitali, in Il nuovo diritto delle società di capitali e delle società cooperative, a cura di M. Rescigno e A. Sciarrone Alibrandi, Milano, 2004
- M. S. Spolidoro, Conferimenti e strumenti partecipativi, in Diritto della banca e del mercato finanziario, 2003
- A. Stagno d'Alcontres, Il titolo di credito. Ricostruzione di una disciplina, Torino, 1999
- A. Stagno d'Alcontres, Commento all'art. 2346, in Società di capitali. Commentario, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004
- L. Stanghellini, Commento all'art. 2355-bis, in Commentario alla riforma delle società, Milano, 2008, a cura di Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari
- L. Stanghellini, PROFILI FINANZIARI. Sezione 1: Strumenti finanziari partecipativi, in Trattato delle società. Tomo II: Società per azioni, (a cura di) V. Donativi, Torino, 2022
- M. Stella Richter jr, Società (riforma delle): I profili sostanziali, in Enciclopedia Giuridica, XXIX, Roma, 2004
- M. Stella Richter jr, Strumenti finanziari e società per azioni, in La riforma del diritto societario dieci anni dopo: per i quarant'anni di Giurisprudenza commerciale, Milano, 2014
- U. Tombari, La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in Rivista delle società, 2004

U. Tombari, Strumenti finanziari “partecipativi” (art.2346, ultimo comma, c.c.), e diritti amministrativi nella società per azioni, in Rivista del diritto Commerciale, 2006

A. Tucci, Limiti alla circolazione delle azioni, in Il nuovo diritto delle società, (diretto da) P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006

P. Tullio, Finanziamenti finalizzati nella s.p.a.: azioni correlate e strumenti finanziari di partecipazione all'affare, in Rivista di diritto Societario, 2013

A. Valzer, Gli Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi nella S.p.a., Torino, 2012

V. Varano - V. Barsotti, La tradizione giuridica occidentale, Torino, 2021

M. Vietti, F. Auletta, G. Lo Cascio, U. Tombari e A. Zoppini, La riforma del diritto societario – Lavori preparatori. Testi e materiali, Milano, 2006

A. Watson, Il trapianto di norme giuridiche: un approccio al diritto comparato, Napoli, 1984

